Les banques et le crédit au cœur des dilemmes de la politique économique

Denis Durand

Un gouverneur de la réserve fédérale qui avoue l'impuissance des politiques monétaires à prévenir les « bulles financières », un président de la Commission européenne qui en vient à qualifier de « stupide » le Pacte de stabilité budgétaire... les temps sont durs pour la politique économique.

Il est vrai que la situation de l'économie mondiale est beaucoup moins bonne que ce que la quasi-totalité des économistes prévoyaient encore il y a seulement six mois. Malgré les intentions affichées par le gouvernement Koizumi, le Japon ne voit poindre aucun signe de sortie de la stagnation où son économie est enlisée depuis plus de dix ans. Aux Etats-Unis, la puissante impulsion donnée en 2001 à la demande par la baisse des taux d'intérêt et la relance des dépenses publiques s'est essoufflée dès le printemps et les destructions d'emplois commencent à porter atteinte au moral des ménages. La communauté financière internationale retient son souffle en attendant les réactions des marchés internationaux aux premières mesures du nouveau président brésilien, tandis que l'Argentine continue de s'enfoncer, dans l'indifférence affectée du protecteur américain. Quant à l'Europe, chaque jour qui passe semble ajouter une contrainte supplémentaire aux dilemmes qui entravent la reprise de son économie : selon les toutes dernières prévisions du FMI, la croissance ne dépassera pas 0,75 % en 2002 et 2 % en 2003, alors même que l'inflation reste à proximité de la limite maximale de 2 % que lui a fixée la Banque centrale européenne. D'après les manuels de macroéconomie, une telle situation justifierait une relance des dépenses publiques ; seulement, les trois plus grands pays de la zone sont au bord d'une violation du « Pacte de stabilité et de croissance » qui limite les déficits à 3 % du PIB…

LA LOGIQUE DES MARCHÉS FINANCIERS – FAIRE DE L'ARGENT AVEC DE L'ARGENT – S'EST EMPARÉE DE LA RÉVOLUTION INFORMATIONNELLE

Quel contraste avec l'ambiance qui régnait il y a deux ans à peine, lorsque la seule question semblait être de savoir quand la « nouvelle économie », qui avait assuré une prospérité extraordinaire à l'économie américaine, étendrait ses bienfaits au Vieux continent.

Comment en est-on arrivé là ?

Manifestement, le ralentissement, amorcé à partir du milieu de l'an 2000, de la croissance dans les métropoles de l'« économie-monde » capitaliste (principalement aux Etats-Unis) est étroitement lié aux manifestations de crise financière qui l'accompagnent : chute du cours des actions depuis maintenant deux ans, épidémie de scandales financiers et de faillites dans les secteurs de l'informatique et des télécommunications, dont le point culminant, jusqu'ici aura été atteint avec les deux plus grosses faillites de l'histoire, celles d'Enron et de Worldcom. Ces événements financiers révèlent que l'essor des techniques de traitement et de communication de l'information aux Etats-Unis n'a pas ouvert, comme beaucoup l'ont cru, une issue à la crise systémique dont les effets perturbent la marche de l'économie mondiale depuis trente ans. Il ne s'agit pas seulement, en effet, d'une phase de progrès technique analogue à celles que le capitalisme a déjà connues. Associés à de multiples transformations de l'ordre social et économique, le déploiement des chemins de fer, de l'électricité, des moteurs à explosion avaient, en leur temps, ouvert de nouveaux domaines à l'automatisation de différentes tâches matérielles, tout en stimulant la demande par la nécessité d'accumuler de grandes quantités de capital matériel sous forme d'usines et de machines de plus en plus perfectionnées. Le relèvement des taux de profits déclenché par les gains de productivité ainsi obtenus donnait alors naissance à une vague de croissance parallèle de l'activité et des profits. Ce scénario, qu'on avait pu croire amorcé avec l'apparition de la « nouvelle économie » aux Etats-Unis, n'est pas, en réalité, celui qui est en train de se produire. Dès lors que les nouvelles technologies ne portent plus seulement sur le remplacement de tâches antérieurement exécutées par la main de l'homme mais de plus en plus sur l'automatisation de certaines fonctions intellectuelles, l'accumulation accélérée de capital matériel – fût-ce sous la forme d'ordinateurs, de réseaux et de logiciels – n'est plus le moyen principal d'obtenir des gains de productivité. Dans cette révolution informationnelle qui commence, ce qui



La suite des événements va dépendre de façon déterminante du comportement des banques

compte avant tout, c'est la capacité des hommes et de leurs organisations à partager efficacement les informations - un domaine dans lequel les Etats-Unis semblent bien disposer d'un avantage sur l'Europe. Les nouvelles technologies permettent de réduire fortement le coût des équipements mais ceux-ci ne prennent leur efficacité que si les économies ainsi réalisées sont utilisées à développer les capacités de tous ceux – salariés, usagers – qui sont appelés à s'en servir. Cet impératif, porteur d'un potentiel de dépassement des limites de l'économie marchande, entre en très forte contradiction avec les lois du capitalisme qui continuent de s'imposer à l'ensemble des décisions économiques, et qui exigent au contraire la concentration entre des mains privées des gains tirés du travail des hommes, à un rythme d'autant plus élevé que la masse de capital a rentabiliser s'accroît.

On a vu en effet comment la logique des marchés financiers – faire de l'argent avec de l'argent, c'est-à-dire la quintessence des critères de gestion capitalistes – s'est emparée de la révolution informationnelle : c'est en levant des fonds sur certains secteurs spécialisés du marché des actions (comme le NASDAQ américain) que les inventeurs des nouveaux services Internet ont développé leurs activités ; quant aux grands groupe multinationaux, c'est par la course sans fin aux prises de contrôle et aux fusions qu'ils ont constitué, à travers l'extension de leurs liens financiers, les réseaux de circulation des innovations et de partage des informations stratégiques par lesquels ils se sont efforcés de tirer parti de la révolution informationnelle. L'euphorie boursière qui a baigné la dernière décennie du XX^{ème} siècle n'était donc pas seulement le résultat artificiel d'une bulle spéculative ; elle était profondément liée aux efforts déployés par le capital pour restaurer sa rentabilité face aux débuts d'un changement de civilisation qui en appelle à un type tout-à-fait nouveau de croissance de la productivité.

Mais précisément, le poids de la finance libéralisée depuis vingt ans a imprimé sa marque aux événements. Tous les moyens financiers disponibles – profits, fonds publics, épargne des salariés centralisée dans les fonds de pension, crédit bancaire – ont été focalisés sur les points les plus incandescents de la « nouvelle économie » : la mise en œuvre des technologies informationnelles aux Etats-Unis et leurs marchés de capitaux. Le crédit, en particulier, a financé les OPA et la spéculation sur la hausse des cours des actions, bien au-delà des potentialités réelles de profits. Le recul des Bourses depuis deux ans reflète donc bien un retour des prévisions de profits à des niveaux plus réalistes mais ce n'est pas seulement le dégonflement d'une bulle déconnectée de l'économie réelle : les entreprises qui avaient emprunté pour acheter des actions ou pour investir massivement dans des ordinateurs se sont retrouvées à la fois avec des équipements surdimensionnés par rapport à leurs perspectives de ventes et avec des dettes énormes à rembourser. Quand elles n'ont pas fait faillite, elles ont réagi conformément aux critères de gestion capitalistes, c'est-à-dire qu'elles ont commencé à supprimer des emplois pour faire pression sur leurs coûts salariaux et préserver les profits de leurs actionnaires. De même, beaucoup de particuliers américains qui s'étaient endettés pendant la période du crédit facile doivent faire face, pour les plus riches à la dépréciation de leurs portefeuilles d'actions, pour la masse des autres à la perte de valeur de leurs fonds de pension et au déferlement des plans de licenciement. Cela explique certainement la chute brutale des enquêtes d'opinions auprès des ménages américains au mois d'octobre. Enfin, c'est l'économie américaine tout entière qui se trouve en quelque sorte « surendettée » auprès du reste du monde (1). Compte tenu de la place hégémonique occupée par le capital américain dans le monde, avec en particulier le statut du dollar au centre du système monétaire international, les conséquences de cette situation se font sentir dans le monde entier.

Les banques, un maillon déterminant des enchaînements à venir

Compte tenu de la dimension financière très importante des difficultés actuelles, la suite des événements va dépendre de façon déterminante du comportement des institutions financières, et en particulier des banques. Le rôle de ces dernières se trouve de nouveau mis fortement en lumière dès lors que les marchés d'actions ou d'obligations apparaissent désormais davantage comme des menaces pour le développement de l'économie que comme une source privilégiée de financement des entreprises, petites ou grandes.

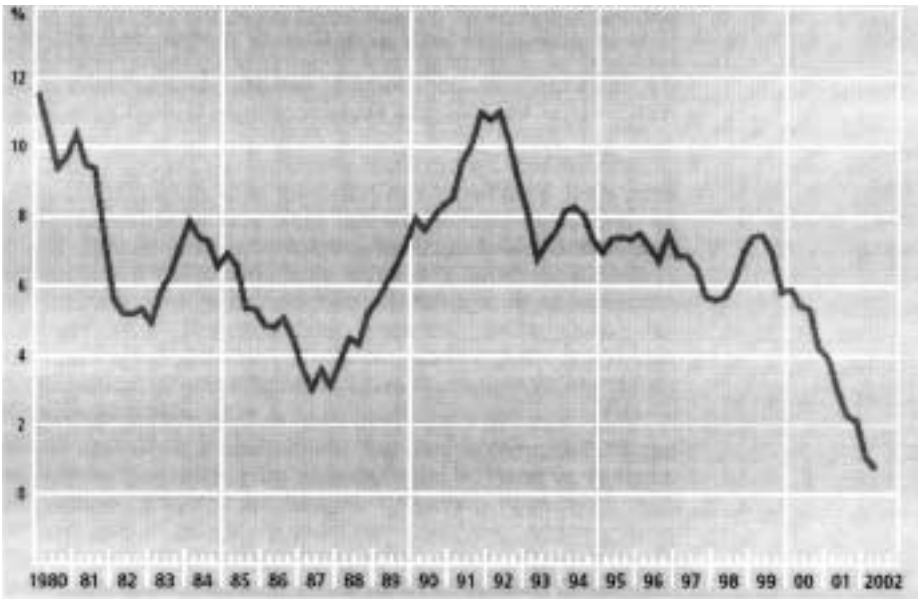
Pour imaginer ce qui pourrait se passer, on peut se tourner vers l'histoire économique récente du Japon, qui constitue une sorte de laboratoire. La deuxième puissance économique du monde a connu dans les années quatre-vingt une frénésie de spéculation boursière et immobilière bien plus forte que ce qu'on a observé dans les autres pays développés. Après l'avoir largement encouragée, la Banque du Japon a mis fin à cette euphorie il y a douze ans en durcissant sa politique monétaire, révélant alors les faiblesses du capital japonais face à ses

concurrents américains et plongeant le pays dans une stagnation économique dont il n'est toujours pas sorti. La crise des institutions financières a été l'élément moteur de ces enchaînements. Les puissantes maisons de titres japonaises qui tenaient le haut du pavé sur toutes les Bourses du monde ont fait faillite dans un climat de scandales, et les banques n'ont échappé au même sort qu'au prix d'un soutien massif de l'État. Elles ont vu s'effondrer la valeur de leurs investissements stratégiques en immeubles et en actions, tandis qu'un nombre croissant de leurs clients – PME ou grandes entreprises – s'avéraient incapables de rembourser leurs crédits. Cela les a paralysées : surchargées de créances douteuses, elles sont devenues très réticentes à prêter aux entreprises, même solvables. Le système bancaire contribue ainsi à entretenir une véritable déflation, avec des prix en baisse et une atonie persistante de la demande, alors même que la Banque du Japon, sans succès, inonde le marché de liquidités, avec des taux d'intérêt extrêmement bas. Encore l'économie japonaise - soutenue tant bien que mal par des plans de relance budgétaires de plus en plus inefficaces - bénéficie-t-elle d'un certain dynamisme de la demande extérieure grâce aux forts taux de croissance affichés dans le monde chinois qui constitue une grande partie de son environnement régional.

L'idée qu'une stagnation à la japonaise pourrait s'étendre au reste du monde fait donc froid dans le dos. On entend souvent dire que ce risque est faible parce que les banques américaines et européennes sont en meilleure santé que ne l'étaient leurs concurrentes japonaises il y a dix ans, ou celles des pays voisins au moment de la « crise asiatique» de 1997-1999. « *Dès lors que les banques résistent, un effondrement économique similaire à ceux qui ont été enregistrés dans les pays émergents n'est pas à craindre* », affirme par exemple l'économiste Michel Aglietta (2). Malheureusement, la solidité des banques dépend énormément de la conjoncture, c'est précisément ce que démontrent les cas japonais, asiatiques, et bien d'autres. Quand les affaires vont mal, les clients considérés comme les plus sûrs révèlent souvent d'inquiétantes faiblesses : quelques semaines avant sa chute, Enron passait pour un exemple de rentabilité, son PDG pour un bienfaiteur de l'humanité et son activité de négoce électronique en énergie comme le modèle économique du XXI[ème] siècle… Pas d'inquiétude exagérée, tempère Michel Aglietta dans le même entretien, puisque les banques ont « *développé des outils de gestion du risque qui leur ont permis de vendre le risque* (titrisation, produits dérivés, structurés…) *à d'autres agents* ». Les produits dérivés comme moyen de protéger les banques contre les risques de crédit ? Voilà un argument qui n'est qu'à demi-rassurant. « *Les dérivés de crédit brouillent la lecture du risque bancaire* », titrait *La Tribune* du 18 octobre dernier. Ce marché, sorte de système d'assurance mutuelle contre le risque de faillite des clients des banques, a en effet décuplé de volume depuis cinq ans, et il a connu un développement foudroyant en Europe depuis l'introduction de l'euro. Les banques s'y échangent les risques entre elles ou les transfèrent à des compagnies d'assurances, à des fonds de pension (dont la situation financière est, elle aussi, devenue fragile avec la dégradation des marchés de capitaux et la montée des risques naturels ou politiques) ou à des fonds spéculatifs financés par… les banques elles-mêmes ! « *Difficile dès lors de pouvoir localiser, par exemple, le risque de la dette colossale de France Télécom* », poursuit *La Tribune*… « *Le risque a certainement beaucoup changé de mains* ». *Par qui est-il supporté au final ?* ». Ce manque de « lisibilité » rappelle désagréablement les situations qui préparent scandales et krachs financiers.

Il est donc difficile de juger si ces nouvelles techniques ont rendu le système financier plus efficace dans la gestion du risque qui pèse sur lui, ou si elles ont au contraire rendu le risque plus incontrôlable ; en tout état de cause, elles n'ont pas sensiblement diminué son intensité globale. Et plusieurs indices font maintenant apparaître le système bancaire comme un maillon faible, principalement dans les pays où la conjoncture est la plus mauvaise.

Graphique 1 : crédits des banques allemandes aux entreprises et aux particuliers résidents (variation par rapport à l'année précédente)



Source : Deutsche Bundesbank, *Bulletin mensuel* d'octobre 2002.

C'est particulièrement le cas en Allemagne, où la croissance n'atteindra peut-être pas 0,5 % en 2002 et où la situation des banques est officiellement considérée comme désastreuse. Au début octobre, le ministère des Finances a dû faire savoir qu'il estimait « exagéré de parler de crise » dans le secteur bancaire. La veille, Otmar Issing, membre du directoire de la Banque centrale européenne, avait déclaré que « *ce serait une erreur de parler de crise bancaire, mais on peut certainement qualifier la situation de dramatique* ». Non seulement les actions des grandes banques allemandes ont fortement chuté et les deux plus grandes d'entre elles (Deutsche Bank et Hypo Vereinsbank) ont déjà annoncé des pertes pour le troisième trimestre 2002, mais la montée des faillites (+14,4 % déjà entre



2000 et 2001) et du chômage dans la première économie de la zone euro vient s'ajouter, pour elles, aux pertes essuyées dans les activités de banque d'affaires. Résultat, les enquêtes de la Deutsche Bundesbank montrent un net ralentissement des crédits aux entreprises et aux ménages, qui découle bien du comportement des banques, et pas seulement de la faiblesse de la demande de crédit. Seules les banques publiques continuent de développer leurs crédits, tandis que les banques privées, soumises à d'âpres exigences de rentabilité, rationnent leur clientèle, surtout celle qui est composée de PME. Et c'est précisément maintenant que le statut des banques publiques est mis en cause, sur injonction de la Commission de Bruxelles !

Ce comportement n'est pas limité au Vieux continent. Aux Etats-Unis, l'écart entre le coût du crédit pour les entreprises et les taux du marché monétaire ou des obligations d'État a fortement augmenté, de sorte que le secteur productif a fort peu bénéficié des baisses de taux décidées en 2001 par la Réserve fédérale.

L'exigence d'une conception très nouvelle des politiques économiques

Le paradoxe des baisses de taux opérées aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe l'année dernière illustre bien les dilemmes de la politique économique. De toutes parts, des voix, inspirées par la crainte d'une déflation mondiale, s'élèvent pour recommander aux banques centrales américaine et européenne de baisser leurs taux d'intérêt. Le FMI lui-même considère qu'en Europe « un clair biais en faveur d'un assouplissement supplémentaire serait approprié » (3). Lors de sa réunion du 7 novembre, le Conseil de la Banque centrale européenne est resté sourd à cet appel. Pourtant, la veille, son homologue américain avait procédé à une baisse spectaculaire de son taux directeur, le ramenant à 1,25 %, un niveau digne du Japon ! En tout état de cause, À l'heure où ces lignes sont écrites, on ne sait pas encore si les deux institutions auront suivi ces conseils dès leurs réunions du début novembre mais il est déjà possible de souligner qu'une baisse uniforme des taux d'intérêt, dans le cadre actuel des politiques économiques, ne constitue pas une réponse suffisante aux contradictions de la conjoncture.

DÉVELOPPER DE NOUVEAUX INSTRUMENTS FINANCIERS

Pour construire la sécurité d'emploi ou de formation qui permettrait de relever efficacement les défis de la révolution informationnelle, il faudrait réduire énormément les taux d'intérêt supportés par les crédits finançant les investissements créateurs d'emplois et la formation des travailleurs. Mais dans le régime de croissance piloté par les marchés financiers, tel que la déréglementation financière l'a instauré depuis vingt ans, les politiques monétaires sont en réalité fortement biaisées : toute baisse des taux contribue directement à alimenter en liquidités les marchés de capitaux, alors que les investissements créateurs d'emplois, surtout dans les petites entreprises, trouvent difficilement des financements auprès du système bancaire.

Aussi, on ne peut pas donner tort aux commentateurs qui reprochent aujourd'hui au président de la Réserve fédérale américaine d'avoir encouragé l'inflation financière dont l'effondrement cause aujourd'hui tant de dégâts dans l'économie réelle. Les arguments avancés pour sa défense par Alan Greenspan indiquent, en creux, de quoi aurait besoin une politique monétaire qui chercherait à se dégager de la domination des marchés financier pour favoriser la croissance réelle et l'emploi : « … *il était loin d'être évident que les bulles spéculatives, même précocement identifiées, puissent être prévenues, sauf à ce que la banque centrale produise une contraction substantielle de l'activité économique – c'est-à-dire précisément le résultat que nous chercherions à éviter… il n'existe pas de resserrement monétaire progressif sur lequel on puisse compter pour dégonfler une bulle spéculative. Mais y a-t-il seulement une politique qui puisse au moins limiter l'ampleur d'une bulle et, par-là, les dégâts qu'elle causera en*

éclatant ? D'après ce qu'on sait jusqu'à présent, la réponse semble être non » (4).

Une réponse positive supposerait en effet que soit brisé le tabou interdisant depuis vingt ans aux politiques monétaires d'intervenir sélectivement sur les critères de la création monétaire. Les banques centrales ont pourtant les moyens, si elles le veulent, de connaître très précisément les conditions de financement des entreprises, et de réserver, par exemple, leurs refinancements les moins coûteux aux crédits favorables au développement des capacités humaines, tout en pénalisant, au contraire, le financement qui ne servent qu'à gonfler la valeur des titres financiers. Cette logique peut s'appliquer « du local au mondial », depuis la sécurisation des emplois dans un bassin de PME jusqu'à la réorganisation des relations monétaires internationales avec une création monétaire commune aux pays en voie de développement et aux pays industrialisés, en passant par la construction européenne – avec une transformation de l'euro en véritable monnaie commune, capable d'affronter le double défi de la lutte contre le chômage dans l'Union à 15 et de l'intégration de nouveaux partenaires à l'Est.



Enoncer ces propositions, c'est immédiatement reconnaître que leur mise en œuvre ne relève pas seulement du débat de politique économique mais, tout autant, de la conquête par les salariés et les citoyens de pouvoirs nouveaux sur la création et l'utilisation de l'argent et du crédit (5). C'est également reconnaître que la formulation d'une alternative en matière de politique monétaire doit s'inscrire dans une cohérence bien plus large ; citons simplement la nécessité d'agir sur la qualité des dépenses publiques plutôt que de poursuivre les politiques de baisses des « prélèvements obligatoires » et des dépenses publiques et sociales utiles ; l'exigence d'une efficacité économique fondée sur une juste rémunération du travail, plutôt que la fuite en avant dans les politiques de « désinflation compétitive » ; et le combat pour une mixité à prédominance publique et sociale, contre les privatisations et le démantèlement des services publics.

Mais déjà, le climat d'inquiétude général sur les perspectives économiques peut fournir des occasions de faire venir au jour, dans le débat public, l'existence de ces alternatives. « *Les responsables de la politique économique, gouvernements et banques centrales, doivent à présent se poser une question : est-ce juste une mauvaise passe, ou une crise durable se met-elle en place ? Si la reprise reste en dessous des prévisions, il faudra bien conclure que la situation est exceptionnelle et demande des mesures exceptionnelles* », écrit un spécialiste des questions monétaires européennes (6), tandis que le doyen du département de macro-économie du MIT, délibérément optimiste sur les perspectives de l'économie américaine et fervent défenseur de la rentabilité financière comme critère de choix économiques, n'en exprime pas moins son inquiétude sur les risques de déflation et suggère de « *développer de nouveaux instruments, des stabilisateurs automatiques comme des crédits conjoncturels à l'investissement, des subventions conjoncturelles à l'emprunt, etc. Le problème, c'est qu'aucun gouvernement n'y a réfléchi* (7)… ». De fait, les autorités communautaires, avec la Banque européenne d'Investissements, avaient su aider les PME à franchir le cap de la précédente récession européenne, en 1993, en mettant en place une procédure de prêts bonifiés dont l'efficacité en termes d'emplois créés fut spectaculaire. Il serait en effet très utile, aujourd'hui, de « réfléchir » à de tels instruments, et sans doute au-delà d'un simple usage conjoncturel. n

1. Sur ce point comme sur l'ensemble de l'analyse de la conjoncture, voir l'article d'Yves Dimicoli dans le numéro de juillet-août 2002, d'*Économie et politique,* « Etats-Unis et Bourses : une double domination contre l'emploi et la croissance ».
2. Michel Aglietta, « La Bourse est-elle déconnectée de l'économie réelle ? », *Option Finance*, octobre 2002.
3. Recommandations du FMI sur les politiques monétaire et de change de la zone euro et sur les politiques commerciales de l'Union européenne, 29 octobre 2002.
4. Alan Greenspan, « Economic volatility », remarques prononcées au symposium de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole, Wyoming, 30 août 2002.
5. On pourra rapprocher cette observation des propositions avancées par les syndicats de la Banque de France à l'appui de leur action pour la défense du réseau de succursales de leur institution.
6. Charles Wyplosz, « Vers le taux zéro », *Libération*, 30 septembre 2002.
7. Olivier Blanchard, « Faites taire ces Cassandre », *Le nouvel Observateur*, 24 octobre 2002.