



Agnès Bénassy-Quéré

Directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales



«Le manque à gagner de la part des Etats-Unis et les répercussions de son affaiblissement peuvent-ils être compensés par la Chine?»

(Easybourse.com) Voyez-vous l'intervention publique dans les activités bancaires d'un bon œil notamment à travers les nationalisations partielles, les prises de participation dans le capital de grands établissements bancaires ?

Dans cette configuration, l'Etat redevient actionnaire de la banque en question afin d'améliorer le ratio de solvabilité, à savoir le rapport entre le montant des fonds propres et les engagements pris. Cela permet de redresser ainsi le bilan de la banque.

Nous étions en Europe focalisée pendant longtemps sur la nécessaire recapitalisation des institutions bancaires. Une course contre la montre se dessinait. À mesure que l'actif des banques se dégradait, les capitaux propres se détérioraient parallèlement à l'effondrement des cours boursiers. Le bilan des banques était mis à mal.

Parallèlement, les banques étaient elles-mêmes vendeuses de certains de leurs actifs de bonne qualité pour récupérer de la liquidité nécessaire à la continuité de leurs activités. Ces ventes accentuaient davantage la baisse des valeurs boursières.

La nécessité d'une recapitalisation publique se faisait de plus en plus ressentir pour éviter la multiplication des défauts risquant d'entraîner d'autres établissements bancaires dans le sillage.

Pensez-vous que la coordination européenne va permettre de rétablir durablement la confiance sur le marché interbancaire ?

Cela peut mettre une fin à cette espèce de course contre la montre que je décrivais plus haut. Dès lors que le ratio de solvabilité est rétabli et dès lors que la banque peut, le cas échéant, trouver de la liquidité sur le marché, il n'y a plus véritablement de raison d'adopter un comportement de vendeur à tout-va. Ainsi cela peut éventuellement faire cesser la propagation de la crise.

Par conséquent le jugement que je porte sur ces mesures est positif.

Quel regard portez-vous sur le partage des coûts et le partage des risques entre les actionnaires d'une part et les contribuables ?

Très clairement, le partage des coûts était défavorable aux actionnaires. Au-delà des pertes induites par la baisse des marchés boursiers, l'entrée de l'Etat dans le capital d'un établissement bancaire conduit automatiquement à une dilution de l'actionnariat.

Est-ce que pour autant la prise de participation de l'Etat doit être considérée comme une bonne chose pour les contribuables ?

Le rachat par les différents gouvernements des actifs bancaires s'est fait avec une décote et l'idée de revendre ces actifs plus chers une fois que la situation sera améliorée. L'Etat n'a donc pas forcément perdu dans ces différentes opérations de nationalisation partielle.

Par ailleurs, l'Etat n'a a priori pas perdu sur son assurance sur les prêts, tant qu'il n'y a pas de défaut avéré.

En revanche un transfert de risque est effectué. L'Etat prend à son compte un risque plus important. Celui-ci a de faibles chances de se concrétiser. Et, l'intervention au niveau européen réduit d'autant plus la matérialisation de ce risque.

Pensez-vous que la crise a accentué le risque d'insolvabilité des Etats ? Lesquels en particuliers ? De quelle manière ces pays vont-ils pouvoir faire face aux difficultés rencontrées dans le cadre de leur refinancement ?

On a l'habitude de dire que lorsqu'une banque est importante, elle est «too big to fail». En d'autres termes, la faillite de cette institution serait catastrophique pour l'ensemble du système bancaire.

On a remarqué avec le cas de l'Islande qu'il existe une limite supplémentaire et plus considérable encore : lorsque les revenus d'une banque sont plus importants que le PIB national, l'Etat ne peut pas de manière crédible sauver son système bancaire.

Le système bancaire français est important mais ne représente pas plusieurs fois le PIB du pays. Au Royaume-Uni, la situation est un peu plus critique ce qui explique la diligence et la créativité dont ont fait preuves les autorités pour trouver des solutions.

Au demeurant, il est possible que nous fassions face à des défauts de pays entiers. Le phénomène n'est pas nouveau et le FMI sait traiter le problème.

Quels sont les pays qui sont en danger ?

La plupart des pays émergents connaissent aujourd'hui des excédents de capitaux. Il existe quelques exceptions concentrées en Europe centrale et orientale, où nous avons des pays qui sont très dépendants des capitaux étrangers.

Nous avons dans les pays baltes des déséquilibres des balances de paiement très significatifs. Les banques, en grande partie, sont sous contrôle de banques de l'Ouest. Par ailleurs, nous avons dans certains pays des régimes de change fixe.

Le cocktail est alors très mauvais.

Vous expliquez alors cette confiance dans la capacité de l'Etat à rembourser par trois facteurs : un Etat ne meurt jamais, un Etat peut lever des impôts et il est possible de monétiser la dette de l'Etat. Cette solution est alors envisageable principalement dans les pays où il existe une banque centrale nationale. Quid des pays de la zone euro et de la Banque centrale européenne ?

Justement, dans la zone euro, la prééminence et les prérogatives données à la Banque centrale européenne sur les banques centrales nationales empêchent les Etats de procéder comme ils le souhaitent en cas de difficultés.

Si la dette publique française double, le directeur du Trésor ne peut plus téléphoner pour demander à la Banque de France de battre monnaie afin de créer un peu plus d'inflation. Celle-ci permettant d'éroder automatiquement la valeur de la dette.

Est-ce à dire que les Etats-Unis et le Royaume-Uni se situent à cet égard dans une situation plus confortable ?

Depuis 50 ans, les banques centrales ont été beaucoup restructurées. Dans la plupart des pays elles sont aujourd'hui indépendantes des gouvernements. Il est alors plus difficile pour le gouvernement de régler le problème de ses dettes par de l'inflation.

C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles nous avons fait en Europe le Pacte de stabilité, afin d'éviter que la BCE soit acculée à mener une politique monétaire laxiste pour venir au secours des gouvernements.

En raison de l'aversion au risque, de plus en plus d'investisseurs se tournent vers les emprunts d'Etat.

Pensez-vous que cette tendance va perdurer dans le temps ?

Nous avons aujourd'hui une population vieillissante et une épargne abondante dans le monde qui doit se placer quelque part. Le taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat est relativement faible.

L'attrait pour les emprunts publics s'explique par les difficultés de liquidités actuelles. Dès que ce problème de liquidités sera réglé, qu'il y aura des signes favorables sur le plan macro économique, le marché boursier devrait remonter et inciter les investisseurs à reprendre du risque.

Quel regard portez-vous sur l'aggravation du déficit américain ?

Le déficit américain est un problème sérieux qui préoccupait avant même l'apparition de cette crise. À l'époque ce déficit s'élevait à 5% du PIB.

Les programmes sociaux d'assistance médicale aux ménages pauvres étaient non soutenables. Depuis 2002 le déficit budgétaire n'est jamais revenu à l'équilibre.

Le plan de Paulson me paraît plus risqué pour les contribuables que le plan européen. Ce dispositif avait en effet pour objectif la création d'une structure de défaisance pour les actifs de mauvaise qualité. L'argent public a alors été injecté avec un important risque de capital.

Il est possible que ces actifs structurés adossés à des emprunts immobiliers ne retrouvent jamais une valeur positive. L'Etat n'est pas sûr de pouvoir revendre sur le marché les actifs de mauvaise qualité qu'il s'était engagé à racheter. Dans ce cas il pourrait y avoir une perte sèche.

Il a été indiqué que pour compenser les pertes, on pourrait procéder à une augmentation des taxes pour les banques. Cela sera fait par une autre administration et donc ne sera pas évident à mettre en place.

La recapitalisation des banques est une opération identique à celle qui a lieu en Europe. Des baisses d'impôts ont été décidées pour faire passer le plan Paulson. Cela jouera sur le niveau des finances publiques. Ce sont des mesures sur le marché hypothécaire coûteuses pour le contribuable.

Ce que l'on peut anticiper par conséquent c'est une hausse de la dette publique qui ne soit pas entièrement compensée par une augmentation de l'actif détenu par l'Etat fédéral.

En d'autres termes, une accentuation du problème d'endettement des Etats-Unis non plus sur le plan privé mais sur le plan public.

Diriez-vous clairement que cet endettement américain constitue un problème ? L'endettement supplémentaire à venir suite à la crise financière n'est pas un problème. Il n'y a pas de difficulté à trouver du financement pour les titres publics dès lors que tout le monde en veut.

Mais on peut s'interroger sur la solidité de l'endettement américain à plus long terme. Si le dollar perd un peu de son aura à l'international, il se peut que les taux d'intérêt soient obligés de remonter aux Etats-Unis.

Il se peut que les investisseurs étrangers anticipent que les impôts aux Etats-Unis doivent remonter et ainsi provoquer un ralentissement de l'activité. Il se peut alors que les perspectives sur la soutenabilité de la croissance américaine soient moins favorables qu'auparavant sur une longue durée.

Il faudra qu'émerge ailleurs dans le monde des centres financiers internationaux alternatifs à New York et à Londres.

Pensez-vous que la Chine peut constituer un relais de croissance suffisamment important ?

Il faudrait que la Chine réinvestisse une partie significative de ce qu'elle épargne. Le taux d'investissement est déjà très important. De ce fait l'enjeu réside moins dans l'ampleur de cet investissement que dans la manière de le financer.

Il y a pour le moment en Chine beaucoup d'auto financement. Le taux d'épargne est alors très élevé, particulièrement pour une économie en développement.

Un autre enjeu réside dans la consommation des ménages. Ces derniers épargnent pour pouvoir se soigner, pour l'éducation supérieure des enfants.

Pour le moment la Chine s'est développée de manière extravertie. Il faut qu'elle soit un peu plus dépendante du reste du monde.

Mais on indique qu'il y a beaucoup de commerce inter-asiatique ?

Ce commerce concerne surtout des produits semi-finis. Le marché final est principalement aux Etats-Unis, en Europe et au Japon.

Il faudrait de plus en plus que cet atelier asiatique travaille pour lui-même. Et cela suppose une réduction du taux d'épargne dans un grand pays comme la Chine.

Pensez-vous que le manque à gagner de la part des Etats-Unis et les répercussions de son affaiblissement puissent être compensés un jour par la montée en puissance de la Chine ?

Il y a deux manières de compter : une manière en valeur, une manière en volume.

Si l'on considère la manière de financer le déficit américain, il faut raisonner en valeur. Un point de PIB américain correspond environ à 6/7 points de PIB chinois. Il faudrait de ce fait une énorme augmentation de la consommation pour compenser en valeur une baisse du PIB aux Etats-Unis.

En volume l'écart est moindre : un pantalon fabriqué en Chine ou aux Etats-Unis reste un pantalon. Que la croissance se déplace des Etats-Unis vers la Chine, cela peut ne pas avoir beaucoup d'impact sur la croissance mondiale.

D'ailleurs le FMI n'a pas révisé de manière dramatique à la baisse son hypothèse de croissance pour 2009. Les pays émergents devraient continuer à connaître une croissance de 6/7% contre 0% pour les pays développés. La croissance mondiale s'en trouve alors ralentie mais pas annihilée.

Propos recueillis par Imen Hazgui

Publié le 27 Octobre 2008

Copyright © 2008 **easy**BOURSE