

## **Le système bancaire US est insolvable, par Nouriel Roubini**

**9 mars 2009**

Roubini met une nouvelle fois en garde contre le risque de récession - voire de dépression - en L, qui semble se confirmer avec une contraction au quatrième trimestre 2008 de 6% du PIB aux USA et en Europe, de 12% au Japon, et de 20% en Corée. Comme la plupart des économistes, il estime que les autorités européennes n'ont pas pris conscience de la gravité des enjeux et font preuve d'une dangereuse frilosité en se refusant à agir résolument et rapidement. La situation américaine n'est pourtant guère meilleure. Sur les 800 milliards du plan de relance d'Obama, 200 seulement seront alloués cette année, sur lesquels une centaine devraient disparaître en épargne des ménages. Au total, l'effet de la relance serait donc inférieur à 1% du PIB en 2009. Mais il y a plus encore, l'économie mondiale ne repartira pas tant que de profondes reconversions n'auront eu lieu tant chez les exportateurs qu'aux USA. La système bâti sur la surconsommation et le déficit américain d'une part, et les économies exportatrices d'autres part, ne repartira pas en l'état, car le désendettement des ménages américains sera un processus long et douloureux. Dans l'immédiat, la restructuration du système financier aux Etats-Unis est plus que jamais nécessaire. Avec le ralentissement économique, les pertes pourraient atteindre 3600 milliards de dollars, estime-t-il. Conclusion : le secteur est en état de faillite, et la nationalisation s'impose, sans quoi les sommes gigantesques apportées par l'Etat ne servent qu'à tenter de protéger les actionnaires et les créanciers, pour le moment en pure perte.

### **par Nouriel Roubini, Forbes, 5 mars 2009**

L'optimisme relatif de ceux qui affirmaient que le taux de croissance de l'activité économique allait redevenir positif, que l'économie se contractait, mais à un rythme plus lent que dans le quatrième trimestre de 2008, ont été démenti par les chiffres les plus récents. Au quatrième trimestre 2008, le produit intérieur brut a chuté de près de 6% aux États-Unis, 6% dans la zone euro, 8% en Allemagne, 12% au Japon, 16% à Singapour et 20% en Corée du Sud. La situation est donc encore plus terrible en Europe et en Asie qu'aux États-Unis

De fait, il existe un risque croissant de dépression en forme de L, qui serait encore pire que l'actuelle et douloureuse récession mondiale en forme de U. Voici pourquoi :

Tout d'abord, soulignons que la plupart des indicateurs suggèrent que la tendance [1] de l'activité économique est encore fortement négative en Europe et au Japon et proche d'une valeur négative aux États-Unis et en Chine. Certains signaux indiquant qu'elle redevenait positive pour les États-Unis et la Chine se sont avérés être de fausses indications. Aux États-Unis, les indices de la production industrielle Empire State et Philly Fed sont encore en chute libre ; les inscriptions au chômage sont à des niveaux effrayants, suggérant une accélération des destructions d'emplois. L'augmentation des ventes constatée en janvier n'est pas significative - elle manifeste plus un rebond dû à des soldes très agressives après un mois de décembre très déprimé plutôt qu'à un redressement durable.

Concernant la Chine, la croissance du crédit est uniquement motivée par la volonté des entreprises d'emprunter à bon marché pour réinvestir dans des placements plus rentables mais pas par celle d'investir, et les prix de l'acier ont repris leur chute. Les plus effrayants de ces chiffres sont ceux du commerce en Asie, avec des exportations en baisse de près de 40% à 50% au Japon, à Taiwan et en Corée.

Même en tenant compte des effets dus au nouvel an chinois, les exportations et les importations sont en forte baisse en Chine, avec des importations chutant plus (-40%) que les exportations. C'est là un signal de peur, car les importations chinoises sont pour la plupart des matières premières et des

intrants intermédiaires. Bien que les exportations chinoises aient diminué de façon beaucoup moins importante que dans le reste de l'Asie, elles pourraient chuter bien plus fortement dans les mois à venir, comme l'indique la forte décline des importations.

Avec une activité économique qui s'est contractée au premier trimestre 2009 au même rythme qu'au quatrième trimestre 2008, la récession en forme de U pourrait se transformer en quasi-dépression (ou stag déflation) bien plus grave, de la forme d'un L. L'ampleur et la vitesse de cette contraction synchronisée de l'économie mondiale est vraiment sans précédent (au moins depuis la Grande Dépression), avec une chute libre du PIB, du revenu, de la consommation, de la production industrielle, de l'emploi, des exportations, des importations, de l'immobilier et, plus inquiétant encore, de l'investissement dans le monde entier. Désormais, de nombreuses économies dans les pays émergents sont sur le point de traverser une véritable crise financière, à commencer par les pays émergents d'Europe.

La relance monétaire et fiscale devient de plus en plus agressive aux États-Unis et en Chine, mais l'est de moins en moins dans la zone euro et au Japon, où les décideurs sont comme pétrifiés et restent à la traîne. Cependant ces relances ont peu de chances de déboucher sur reprise économique soutenue. Les politiques d'assouplissement monétaire - même peu orthodoxes - ressemblent à l'action de quelqu'un qui - au lieu de tirer - pousserait sur une corde.

Les problèmes de l'économie sont ceux de l'insolvabilité et de l'octroi de crédit plutôt que celui de l'absence de liquidités. Il existe un excès de capacité dans le logement, l'automobile, les biens de consommation durables et des capacités de production massivement excédentaires, en raison d'années de surinvestissement en Chine, en Asie et dans d'autres marchés émergents. Dans le même temps, les entreprises et les ménages endettés ne réagissent pas à la baisse des taux d'intérêt, et il faudra des années pour résorber ces surplus. La déflation maintient les taux réels élevés même si les taux nominaux sont proche de zéro. Les écarts de taux entre les obligations spéculatives et les bons du Trésor sont encore de 20%, en dépit de cette politique des taux zéro.

La politique budgétaire aux États-Unis et en Chine a également ses limites. Sur les 800 milliards de dollars du plan de relance américain, seulement 200 milliards seront dépensés en 2009, le reste n'étant engagé qu'en 2010 et ultérieurement. Et sur ces 200 milliards, la moitié consiste en des réductions d'impôts qui se traduiront principalement en épargne et non en consommation pour des ménages inquiets pour leur l'emploi et le remboursement de leurs emprunts immobiliers et à la consommation. Sur les 100 milliards de dollars de réduction d'impôt accordés l'an dernier, 30% seulement ont été dépensés et le reste épargné.

Ainsi, compte tenu de l'effondrement de cinq des six composantes de la demande globale : consommation, investissement résidentiel, investissements des entreprises, stocks et exportations, la relance du gouvernement n'aura qu'un très faible effet cette année.

La relance chinoise aura également un impact bien moindre que ne pourrait le laisser croire le chiffre qui fait la une : 480 milliards de dollars. Tout d'abord, l'économie chinoise dépend très fortement des échanges mondiaux, avec un excédent commercial de 12% du PIB, des exportations représentant plus de 40% du PIB, et la plupart des investissements ( près de 50% du PIB) dirigés vers une augmentation de la capacité de production des biens exportés. Le reste de l'investissement va en direction de l'immobilier (en forte diminution aujourd'hui après l'éclatement de la bulle immobilière chinoise) et les investissements dans les infrastructures (la seule composante de l'investissement qui soit en hausse).

Avec des capacités massivement excédentaires dans le secteur industriel et manufacturier, et la fermeture de milliers de firmes, pourquoi les entreprises, qu'elles soient privées ou publiques, investiraient-elles davantage, même si les taux d'intérêt sont au plus bas et le crédit peu cher ? Obliger les banques appartenant à l'Etat à prêter et les entreprises à dépenser et investir davantage ne ferait qu'augmenter le volume des emprunts en difficulté et l'excédent de capacité.

En conséquence, sans une reprise de l'économie américaine et mondiale, il ne peut y avoir un redressement durable de la croissance chinoise. Aux États-Unis, la reprise requiert une baisse de la consommation, une augmentation de l'épargne privée et une réduction des déficits. Cette reprise américaine exigera donc dans le même temps que la croissance de la Chine et d'autres pays excédentaires (Japon, Allemagne, etc) dépende plus de la demande intérieure et moins sur du solde positif des exportations. Mais la croissance de la demande intérieure est anémique dans ces pays excédentaires pour des raisons conjoncturelles et structurelles. Dès lors, une reprise de l'économie mondiale ne peut pas se produire sans un ajustement rapide et ordonné des déséquilibres des balances courantes au niveau mondial.

Dans le même temps, l'ajustement de la consommation américaine et de l'épargne se poursuit. La consommation des ménages a connu une hausse temporaire et anecdotique en janvier, et leur taux d'épargne a augmenté de 5%. Mais cette augmentation de l'épargne est illusoire. Il y a une différence entre la définition de l'épargne des ménages dans les comptes de la nation (NIA), c'est à dire revenu disponible moins dépenses de consommation, et sa définition économique ou elle est calculée en prenant en compte non seulement l'épargne mais aussi les variations de la valeur patrimoniale, comme par exemple celle des actifs financiers ou le prix d'un bien immobilier.

Dans les années où les marchés boursiers et à l'immobilier étaient à la hausse, ceux qui voyaient d'un bon oeil la forte hausse de la consommation et la baisse de l'épargne affirmaient que l'épargne était sous estimée car on ne tenait pas compte de la variation de la valeur des patrimoines due à l'augmentation de la prix de l'immobilier et des marchés boursiers.

Mais aujourd'hui que le prix des actions a perdu plus de 50% et que les prix de l'immobilier ont baissé de 25% (et baisseront encore de 20%), la destruction de la valeur nette du patrimoine des ménages est devenue dramatique. De fait, si l'on tient compte de forte baisse de la valeur des patrimoines, le taux d'épargne des ménages n'est pas de 5%, comme le suggère la définition officielle du NIA, mais il reste assez fortement négatif.

En d'autres termes, compte tenu de la destruction massive du patrimoine des ménages depuis 2006-07, la mesure de l'épargne de la NIA devra augmenter encore bien plus que ce qu'elle n'est aujourd'hui pour restaurer la situation financière très compromise des ménages. De ce fait, la contraction de la consommation réelle va se poursuivre dans les années à venir, jusqu'à ce que l'ajustement ne soit terminé.

Pour le moment, l'indice Dow Jones est en dessous de 7000, et les indices boursiers américains ont abandonné 20% depuis le début de l'année. J'avais indiqué début janvier que le gain de 25% des marchés boursiers enregistré entre la fin novembre et la fin de l'année était sans lendemain et s'effondrerait à la première annonce de mauvaises nouvelles économiques ou de choc financier. Les mêmes facteurs pousseront encore à la baisse les actions américaines et mondiales pour le reste de l'année, avec la poursuite de la récession en 2010, voire au delà.

On ne peut bien sûr pas exclure un autre rallye à la hausse en 2009, probablement durant le deuxième ou le troisième trimestre. Il pourrait être provoqué par l'amélioration de la tendance de la

croissance économique et de l'activité due à un effet temporaire des plans de relance américains et chinois. Mais, après que se soient dissipés à la fin de l'été les effets de la réduction d'impôt, et une fois que les premiers travaux d'infrastructures immédiatement réalisables auront été menés à bien, les effets de la relance retomberont durant le quatrième trimestre, car la plupart des grands projets d'infrastructure prendront des années à démarrer et à être réalisés.

De même façon, en Chine, la relance budgétaire donnera un coup de fouet sans lendemain sur la production destinée au marché intérieur, tandis que le secteur industriel des exportations continuera à se contracter. Mais, compte tenu de la gravité des déséquilibres dans les bilans macroéconomiques, des ménages, de la finance et des entreprises aux États-Unis et dans le monde entier, ce rallye boursier du deuxième ou troisième trimestre sera de courte durée, comme les cinq autres qui ont eu lieu au cours des douze derniers mois.

Pendant ce temps, le massacre sur les marchés financiers et parmi les entreprises du secteur se poursuit. Le débat sur la « nationalisation » des banques est à la limite surréaliste, quand le gouvernement américain a déjà engagé pour le système financier 9 000 milliards sous la forme de garanties, d'investissements, de recapitalisation et de liquidités - (et qu'il a déjà dépensé la somme stupéfiante de 2000 milliards sur ce montant).

Le système financier américain est donc de facto nationalisé, depuis que la Réserve fédérale est devenu le prêteur de premier et de seul recours, plutôt que celui de dernier recours, et que le Trésor américain est devenu le client et le garant de premier et de seul recours. La seule question est de savoir si les banques et les institutions financières devraient être nationalisées également « de jure ».

Mais même dans ce cas, le distinguo se résume à : nationalisation partielle ou entière. Avec 36% de participation (et bientôt plus) dans la banque Citi, le gouvernement américain en est déjà le principal actionnaire. Quel est donc ce non-sens de ne pas nationaliser les banques ? Citi est déjà partiellement nationalisée de fait, la seule question est de savoir si elle doit l'être entièrement.

Idem pour l'assureur AIG, qui a perdu 62 milliards de dollars au quatrième trimestre, 99 milliards sur l'ensemble de l'année 2008 et appartient déjà à 80% à l'État. Avec des pertes aussi sidérantes, il devrait être détenu officiellement à 100%. Jusqu'à aujourd'hui, les fonds engagés par la Fed et le Trésor public pour renflouer les actionnaires et les créanciers d'AIG sont passés de 80 milliards de dollars à 162 milliards.

Étant donné que les détenteurs d'actions ordinaires d'AIG sont déjà ruinés (le cours de l'action ne vaut plus rien), le sauvetage d'AIG se transforme en un renflouement de ses créanciers qui sans lui seraient aujourd'hui en faillite. AIG a vendu plus de 500 milliards de contrats toxiques, qui sont des garanties sur les défaillances de crédits (CDS). Les souscripteurs de ces contrats sont les principales banques américaines.

La presse et les analyses produites par les banques suggèrent que Goldman Sachs a obtenu environ 25 milliards de dollars sur les sommes allouées par le gouvernement pour le renflouement d'AIG et que Merrill Lynch a été le deuxième plus grand bienfaiteur de ces largesses. Il ne peut s'agir là que d'estimations puisque le gouvernement tente de dissimuler quels sont les bénéficiaires du renflouement d'AIG. (L'agence Bloomberg devrait peut-être poursuivre la Fed et le Trésor pour les contraindre à divulguer ces informations.)

Mais certains éléments sont pourtant connus : Lloyd Blankfein de Goldman était le seul dirigeant d'une firme de Wall Street à être présent à la réunion de la Fed de New York lorsque le renflouement d'AIG a été discuté. Cessons donc de jouer : les 162 milliards de dollars du renflouement d'AIG sont un renflouement sans transparence, opaque et sombre des clients d'AIG : Goldman Sachs, Merrill Lynch et d'autres banques nationales et étrangères.

Lorsque le Trésor s'abrite derrière l'excuse du « risque systémique » pour engouffrer encore 30 milliards dans AIG, c'est là une façon polie de dire que sans un tel renflouement (et une autre demi-douzaine de programmes gouvernementaux de sauvetage, tels que les TAF, TSLF, PDCF, TARP, TALF, sans oublier un programme qui a octroyé 170 milliards supplémentaires de crédit pour les banques, avec une pleine garantie des pouvoirs publics), Goldman Sachs et toutes les autres grandes banques américaines seraient aujourd'hui complètement insolvables.

Même avec les 2000 milliards alloués par le gouvernement, la plupart de ces firmes financières sont insolvables. Avec les défauts de paiements sur les crédits qui augmentent - et étant donné les perspectives macroéconomiques - cela signifie que les pertes prévisibles sur les crédits subies par les entreprises financières américaines atteindront les 3600 milliards. Pour le dire simplement, le système financier américain est effectivement insolvable.