

Portrait dévastateur de l'homme qui a perverti la notion de risque

LETEMPS.CH Emmanuel Garessus Mercredi 5 mars 2008

L'effort mérite un coup de chapeau. Les 20 ans d'Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale devaient être appréciés à la lumière non seulement de ses terribles actes et de ses discours, mais aussi du compte rendu des séances du «comité de l'Open market», le cénacle monétaire chargé des décisions sur les taux d'intérêt. Ces notes (appelés «transcripts») révèlent l'étendue de l'incompréhension des tendances économiques. Certes l'erreur est humaine, même pour le maître de la Fed, mais sa répétition est pénible et le refus de l'admettre aggrave son cas. Les auteurs de Greenspan's bubbles * peignent un portrait différent des autres. Absolument dévastateur. Ce n'est pas de l'acharnement à l'encontre d'un valeureux serviteur de l'Etat, mais l'observation du lent affaiblissement du système économique depuis 1987, quand Paul Volcker a cédé le sceptre à Alan Greenspan.

D'abord quelques malheureuses erreurs de prévisions de l'ex «maestro»: En janvier 1973, il déclare: «Il est vraiment rare de pouvoir être aussi haussier qu'aujourd'hui.» La bourse plongera de 46% les deux années suivantes. En septembre 1974, il prévoit une modeste baisse d'activité. Ce fut la pire récession de l'après-guerre. Quand il dirigeait les conseillers économiques à la Maison-Blanche, ses prévisions étaient parmi les pires: il anticipe 4,5% pour les taux à la fin 1978? Résultat final: 9,8%. En août 1990, à la tête de la Fed, il déclare que «ceux qui pensent que nous sommes en récession sont presque certainement dans l'erreur». Encore raté, c'était le premier mois de récession.

Piètre prévisionniste, il a surtout placé les taux d'intérêt bien trop bas bien trop longtemps, ce qui a créé et nourri l'euphorie boursière et immobilière. Et il n'a rien vu venir. Ni même pu reconnaître l'une des deux bulles. Bien sûr, il a parlé d'exubérance irrationnelle en décembre 1996. Mais le compte rendu des séances du comité de l'open market souligne l'absence de débat interne sur la bulle des actions. Une discussion sur le sujet a bien eu lieu en 1994 et, brièvement le thème a été évoqué en 1996. Sinon, c'est le silence radio. Le 16 novembre 1999, le mot n'est pas prononcé. Pourtant depuis 1995, les actions se sont littéralement envolées. C'est le reflet de la hausse de la productivité engendrée par Internet et les nouvelles technologies, selon l'ex-saxophoniste. Un PER de 200 pour le Nasdaq en mars 2000? Le patron de la Fed n'y trouve rien d'anormal. Et il répétera son refrain durant des années.

Plus avisé, Paul Volcker venait de déclarer que «le destin de l'économie mondiale repose sur la croissance américaine, laquelle dépend du marché des actions, elle-même est déterminée par le sort de 50 actions, dont la moitié n'a jamais fait de bénéfices». Son successeur à la Fed lui ne s'offusque pas que Cisco se traite à 40 fois les ventes (500 milliards de dollars) et que l'on débâte en direct sur «bubblevision» (CNBC) de la première compagnie qui vaudra plus de 1000 milliards, note l'auteur de l'ouvrage. Alan Greenspan, qui n'aura jamais diagnostiqué de bulle, expliquera qu'il préfère gérer l'éclatement d'une bulle que d'empêcher sa formation. Il démontre ainsi qu'il veille à limiter les pertes. C'est la reconnaissance du «put» Greenspan par son auteur, et la preuve de l'aléa moral. La plaidoirie qu'il livre dans son livre de Mémoires est creuse. Il n'a jamais essayé de vraiment casser la formation de bulles et le compte rendu des séances du FOMC l'atteste.

Cette triste expérience se répétera avec la bulle immobilière. Paul Volcker signera un admirable article sur l'immobilier en avril 2005: «Les baby boomers dépensent comme s'il n'y avait pas de lendemain. [...] La propriété immobilière est devenue un véhicule d'endettement et non plus de sécurité financière.» Alan Greenspan justifie la hausse non plus par la productivité, mais par le risque de déflation. En avril 2002 pourtant, il s'exprime sur l'éventualité d'une bulle immobilière, mais il rejette l'hypothèse à cause des coûts de transaction bien plus élevés que sur les actions, de moindres possibilités d'arbitrage et du fait que l'immobilier traduit toujours un phénomène local, dira-t-il. Cinq ans plus tard, en 2007, il osera pourtant prétendre qu'il n'est pas la cause de la bulle immobilière parce que «c'est un phénomène global». Il ne craint donc pas la contradiction. De toute manière, il ne voit pas les prix s'envoler et baissera encore les taux, une 13e fois, en juin 2003. Il serait nécessaire d'empêcher l'inflation de tomber trop bas, explique-t-il. Pire, en 2004, il déclare aux propriétaires qu'ils sont trop conservateurs et devraient adopter des hypothèques à taux variable. La dette s'envole. En trois ans le pays aura accumulé autant de dettes que durant les 200 ans précédents. Et durant 3 ans, la moitié de la croissance économique s'expliquera par l'immobilier.

De ce cumul de morceaux choisis, le personnage ressort non seulement amoindri, mais dévasté. L'exercice paraît aisé en pleine crise bancaire. Mais celui qui a tant fait pour supprimer la peur de perdre ne peut espérer meilleur traitement. Car, par ses interventions, Greenspan a perverti la notion de risque. Il a affaibli une composante essentielle du capitalisme, la destruction créatrice, concluent les auteurs. En dépit du bon sens, il a toujours écouté Wall Street, suivi les analystes pour justifier ses actes et son éternel optimisme.

Depuis son entrée en fonction jusqu'à son départ, le dollar a perdu 24% de sa valeur par rapport aux autres monnaies. Pourtant en novembre dernier, il osait affirmer que cela n'avait pas de conséquences fondamentales. Une triste fin pour l'ex-«défenseur de la monnaie».

* *Greenspan's bubbles, The age of ignorance at the Federal Reserve*, William Fleckenstein et Frederick Sheehan, McGraw Hill, 194 pages.