

L'homme qui prévoit les crises

Portrait de **Nouriel Roubini**

par *Prakash Loungani*

INSSTITUTIONAL Investor a dressé la liste pour 2009 des 50 personnalités les plus influentes des milieux financiers. On y trouve de nombreux hauts responsables publics et privés, comme Ben Bernanke et Warren Buffett. Un seul professeur d'économie y figure, au 44^e rang, devant le prince saoudien Alwaleed Ben Talal : Nouriel Roubini, de l'université de New York.

C'est une satisfaction pour celui que l'économie a attiré par sa capacité à influencer l'opinion publique et le pouvoir. Il y a vingt ans, M. Roubini était surtout connu dans le monde universitaire pour des travaux remarquables sur les liens entre politique et économie. Ultérieurement, la qualité de ses informations et analyses sur la crise financière asiatique a élargi son audience. Il jouit aujourd'hui d'une grande notoriété et on le complimente pour avoir, comme le dit *Institutional Investor*, «prévu qu'un krach immobilier américain causerait des faillites bancaires et une profonde récession».



Il sillonne le monde pour expliquer les effets de la crise qu'il a anticipée. Avant d'entamer un déplacement récent de deux semaines à Istanbul, Dubaï, Abu Dhabi, Londres et Moscou, il dit «avoir oublié une étape : Davos tout simplement!».

L'influence italienne

M. Roubini se qualifie lui-même de «nomade de la mondialisation». Né à Istanbul, d'ascendance iranienne, il grandit en Israël et en Italie; à la fin des années 70, il obtient une licence à l'université Bocconi de Milan. «C'était une époque de crise sociale en Italie. Beaucoup comme moi, même des adolescents, en étaient très conscients. L'économie constituait un moyen de comprendre le monde, avec l'espoir de l'améliorer ensuite par de bonnes politiques».

Son modèle est Mario Monti, un professeur d'économie de Bocconi appelé à devenir très influent dans les milieux politiques européens (*F&D* de juin 2005 le présente). M. Roubini voit en Monti, formé à Yale, «un dirigeant et un enseignant charismatique. Bien qu'universitaire sérieux, il s'intéressait à la politique».

Pour terminer ses études, M. Roubini doit faire le même choix que beaucoup d'autres étudiants doués : Cambridge ou Cambridge? Auparavant, ses compatriotes allaient à l'université britannique, attirés par la présence d'un économiste italien réputé, Piero Sraffa. Mais, dans les années 80, les étudiants préfèrent choisir le Cambridge du Massachusetts, où un autre grand économiste italien, Franco Modigliani, enseigne au Massachusetts Institute of Technology (MIT).

M. Roubini opte pour le Cambridge américain, mais va à Harvard et non au MIT. Pourquoi? Il répond : «Dites bien que je ne m'en formalise pas; c'est dans l'ordre des choses». En fait, il a la chance de côtoyer à la fois les vedettes de Harvard — Jeff Sachs, Larry Summers, Robert Barro et Greg Mankiw — et du MIT. «J'y suivais les cours de Rudi Dornbusch, Stan Fischer et Olivier Blanchard». Après l'obtention du diplôme de Harvard, en 1988, son premier emploi est à Yale.

Des dérives budgétaires...

Le spectacle de l'Italie constamment aux prises à des déficits élevés incite M. Roubini à étudier la politique budgétaire, c'est-à-dire les modalités de fixation du montant des charges publiques et de leur couverture. À cette époque, les États engagent des dépenses dont ils diffèrent en partie le paiement.

«C'était extraordinaire. Dans les années 70 et au début des années 80, le déficit de nombreux pays européens est d'environ 4 % du PIB et dans certains, comme la Belgique, la Grèce et l'Italie, il atteint 10 %.» La dette publique augmente donc fortement : celle des pays qui formeront la zone de l'euro «double presque, passant approximativement de

30 % à 60 % du PIB». Les États-Unis et le Japon sont aussi constamment en déficit.

À propos des causes et de la gravité de ces déficits, il y a deux interprétations universitaires dominantes. Selon la première, formulée par le prix Nobel James Buchanan, la tendance chronique au déficit découle d'une compétition politique pour gagner les votes de groupes d'intérêts particuliers en leur promettant une injection continue de fonds publics.

Selon la deuxième, dont le principal tenant est Robert Barro, les États se comportent généralement bien à long terme. Ils sont en déficit quand c'est nécessaire, par exemple lors de guerres et de récessions, puis remboursent la dette, quoique très lentement, en temps normal. Les politiques suivies par les gouvernements américain et britannique confirment à peu près ce schéma en longue période.

La contribution de M. Roubini, dans ses recherches des années 80 avec Alberto Alesina et Jeffrey Sachs, consiste à tracer une voie moyenne entre ces deux interprétations. Il étudie attentivement les situations politiques nationales pour comprendre quand les gouvernements sont le plus susceptibles de céder aux intérêts particuliers, sans sous-estimer les facteurs économiques qui concourent aussi aux déficits.

Dans une série d'articles, M. Roubini démontre que le partage du pouvoir, par exemple entre les nombreux partenaires politiques d'un gouvernement de coalition, entraîne une propension supérieure à des déficits incontrôlables; plus la durée de la coalition est jugée brève, plus cette tendance s'accroît. Une situation économique difficile accroît l'éventualité de conflits entre partenaires de la coalition et aggrave la perte de maîtrise budgétaire.

Ce rapprochement de la politique et de l'économie permet de mieux expliquer les déficits de toutes les démocraties industrielles. On comprend pourquoi l'Italie, qui a depuis des décennies des gouvernements de coalition éphémères, peine à limiter les déficits. Cela explique aussi pourquoi le Japon peut réaliser son plan d'assainissement dans les années 80 : l'existence d'un parti constamment majoritaire et l'anticipation de son maintien au pouvoir permettent de poursuivre cette politique.

...à la discipline

Le Japon est l'un des premiers à s'engager sur la voie de l'assainissement budgétaire qui caractérise les économies industrialisées au milieu de la décennie 80. M. Roubini y voit une possible réaction des électeurs à la très forte expansion du secteur public pendant la décennie précédente. «Vers 1985», souligne-t-il, «tous les pays du G-7 sont dirigés par un parti de centre droit» et la rigueur budgétaire est à l'ordre du jour. On admet généralement la nécessité de règles budgétaires explicites pour freiner la tendance au gonflement des déficits.

L'illustration la plus fameuse est le Traité de Maastricht de 1992, qui fixe des conditions préalables aux pays souhaitant adhérer à l'Union monétaire européenne. Les critères dits de Maastricht plafonnent le déficit et la dette publics à respectivement 3 % et 60 % du PIB.

Dans un article désormais fameux de 1993, intitulé «Excessive Deficits: Sense and Nonsense about the Maastricht Treaty» (écrit avec Willem Buiters, un collègue de Yale, et Giancarlo Corsetti, alors étudiant), M. Roubini dénonce une «rigueur budgétaire exagérée». Il reproche aux critères de Maastricht de ne pas tenir compte de l'état de l'économie. Même face à une récession, les États doivent continuer à réduire le déficit et la dette jusqu'à la réalisation des critères.

Ces derniers ne reconnaissent pas non plus que certaines dépenses publiques sont des investissements, par exemple dans les infrastructures, qui peuvent générer des recettes futures. Leur application «exigerait des mesures trop restrictives, préjudiciables à l'activité économique», concluent M. Roubini et ses co-auteurs. Ils recommandent d'ignorer les critères ou de les appliquer avec une grande souplesse.

Certains pays européens qui éprouvent des difficultés à les respecter sont néanmoins admis dans l'Union. En 2005, l'assouplissement des règles elles-mêmes donne explicitement plus de marge pour laisser les déficits augmenter dans une conjoncture difficile. M. Roubini soutient ces changements qui confortent ses opinions : «je pense que les amendements sont conformes à ce que nous suggérons depuis 1993. Il a fallu du temps, mais ce qui a été fait est judicieux».

La crise asiatique

Les travaux de M. Roubini sur les cycles conjoncturels politiques et les règles budgétaires le font connaître dans le milieu universitaire. Mais il gagne vraiment sa notoriété pendant la crise asiatique de 1997-99, grâce à un acte de générosité peu commun de la part d'un professeur. Il crée un site Internet gratuit où l'on trouve des données sur la crise : rapports du FMI et d'autres agences, articles de journaux et de revues, analyses du secteur privé et études techniques d'universitaires.

Le «site de Roubini» devient vite la référence pour ceux qui suivent ou combattent la crise. En janvier 2008, le *New York Times* reconnaît son influence en ces termes : «Le professeur Roubini a un site ... que même les non initiés jugent utile pour comprendre la crise. Sa simplicité de conception est compensée par les analyses, la multiplicité des liens et une chronologie détaillée». Aujourd'hui, M. Roubini s'en amuse : «Le journaliste avait raison. À cette époque, je gérais le site moi-même. Ce n'était qu'un ensemble de liens sans aucune sophistication».

Pendant la crise asiatique, M. Roubini ne se contente pas de rassembler des informations; il donne son point de vue. Avec ses étudiants, Corsetti et Paolo Pesenti, il offre l'analyse la plus exhaustive de la crise. Selon les critères

universitaires, c'est presque du temps réel. Dans un article de novembre 1988, M. Roubini et ses co-auteurs écrivent que la crise asiatique découle «d'une tradition de garanties publiques à des projets privés. Même en l'absence de promesses explicites de renflouement ... les entreprises ont largement négligé les coûts et les risques des projets d'investissement».

M. Roubini accuse les gouvernements asiatiques de mener des politiques «teintées de favoritisme personnel et politique à l'égard d'un vaste réseau d'intérêts privés» et d'intervenir en faveur d'entreprises en difficulté. C'est pourquoi les marchés ont fait l'hypothèse que le rendement de leurs investissements serait assuré contre les aléas. Les banques ont fait de même, «finançant des projets d'une rentabilité sociale marginale, voire carrément nulle».

À l'époque, cette interprétation de la crise est controversée, car elle incrimine la victime. Mais M. Roubini s'y tient aujourd'hui : «Je persiste à penser qu'il y avait un aléa moral. Paul Krugman avait raison de dire que c'était un jeu dans lequel soit on gagnait, soit le contribuable perdait». Les investisseurs croyant que l'État les protégerait, on a eu un surinvestissement, trop d'endettement extérieur et des déficits de paiements courants».

Tirer la sonnette d'alarme

M. Roubini reconnaît que d'autres ont prédit la crise avant lui, et souvent tout aussi explicitement : «en 2005, Raghu Rajan a fait un discours très ferme sur les risques excessifs pris par les marchés et la possibilité d'une véritable crise financière. Son mérite est d'autant plus grand qu'il exerçait encore une fonction officielle» (économiste en chef du FMI). M. Rajan retourne le compliment en félicitant M. Roubini de suivre ses convictions et en remarquant que les universitaires s'imposent souvent leurs propres contraintes : «la plupart craignent de s'exprimer lorsque tout n'est pas parfaitement modélisé».

La Banque des règlements internationaux (BRI) avertit aussi, dans son rapport annuel de juillet 2007, que l'économie mondiale risque une grave récession; le *Daily Telegraph* résuma le rapport sous le titre : «La BRI prévient que le crédit facile crée le danger d'une grande crise». Selon M. Roubini, le fait que son opinion soit partagée par des instances officielles comme la BRI l'aida à «persévérer». Il sut que la «bataille était gagnée», quand beaucoup d'analystes de Wall Street et de commentateurs des médias lui donnèrent raison.

Selon Abby Joseph Cohen, de Goldman Sachs, «M. Roubini fut l'un des premiers à s'alarmer» de la fragilité financière et les acteurs du marché ne considèrent plus ses vues comme «des scénarios peu probables, intéressant surtout les économistes universitaires». Martin Wolf, éditorialiste au *Financial Times*, écrivait en février 2008 : «les hypothèses du professeur Roubini donnent le frisson, mais on doit prendre son jugement au sérieux. Il a prévu une récession dès juillet 2006, suscitant une grande controverse. Nous savons désormais qu'il avait raison».

M. Roubini et ses co-auteurs conseillent alors une politique économique prudente pour remédier à la crise. Selon eux, un redressement budgétaire à moyen terme est nécessaire, afin de renflouer le secteur financier et les entreprises. Mais, «dans l'immédiat, la crise faisant chuter l'investissement et

«En dix ans, le site Internet sur la crise asiatique, géré en solo, est devenu une entreprise de 40 personnes, appelée Roubini Global Economics Monitor, qui agrège et analyse des données sur toutes les questions économiques internationales.»

la production en Asie», l'ajustement doit être différé, «même au prix de lourds déficits budgétaires temporaires». Les plans de sauvetage internationaux peuvent «jouer un rôle crucial en atténuant les difficultés de financement ainsi que la baisse de l'investissement et de la consommation».

M. Roubini est plus favorable au FMI que nombre d'universitaires. Il pense que c'est notamment parce qu'«il a connu l'institution de l'intérieur» dans sa jeunesse. En 1985, étudiant en deuxième année de doctorat, il fait un stage au FMI. Il y retourne souvent par la suite et est conseiller au Trésor américain de 1999 à 2001. En 2001-02, il établit avec les services du FMI une méthode pour déceler les faiblesses des secteurs financier et productif, tout en écrivant (avec Brad Setser, aujourd'hui membre du Council on Foreign Relations) un livre qui va devenir la référence sur la manière dont la politique économique doit réagir aux crises des marchés émergents; il s'intitule «*Bailout or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*».

Les nouveaux problèmes

Si les travaux de M. Roubini sur les crises en Asie et dans d'autres pays émergents le font connaître des spécialistes de la politique économique et d'une partie des médias, son ascension date du moment où il commence à annoncer une crise aux États-Unis. En 2005, d'abord, et plus encore en 2006, dit-il, la hausse des prix d'actifs, le laxisme du crédit dans les établissements financiers et les entreprises ainsi que l'importance des déficits courants lui font penser : «Attention! Les États-Unis ressemblent à un pays émergent. Pourquoi ne sont-ils pas en faillite?»

M. Roubini compte parmi les rares observateurs à alerter des audiences incrédules et souvent franchement hostiles

(voir encadré). En 2006, l'économie mondiale vient de connaître les cinq années les plus brillantes depuis 30 ans; celle des États-Unis est prospère, après avoir effacé les effets de l'éclatement de la bulle Internet et du 11 septembre. En septembre 2006, dans une conférence au FMI, désormais célèbre, M. Roubini déclare que le risque d'une récession américaine en 2007 dépasse 50 %. Depuis plusieurs années, les consommateurs américains dépensent à tout va, beaucoup utilisant la valeur de leur logement pour emprunter. M. Roubini avertit qu'ils ne pourront bientôt plus le faire.

Il compare 2006 et 2001, date de la dernière récession américaine : «aujourd'hui nous n'avons pas un excédent de matériel technologique, mais de logements et de biens de consommation durables». La Réserve fédérale ne peut empêcher une récession «pour la même raison qu'en 2001». S'il y a un excédent, «on doit l'écouler et les taux d'intérêt n'ont pas d'effet». M. Roubini prévoit aussi qu'il n'y aura pas de «découplage» entre le reste du monde et les États-Unis.

Selon Charles Collyns, Directeur adjoint au Département des études du FMI, les événements avaient donné raison à M. Roubini quand il est revenu, un an plus tard, s'adresser au FMI. En fait, ironisait M. Collyns en 2007, «Nouriel n'était peut-être pas assez pessimiste en 2006». Il ajoute que les vues de M. Roubini ont conduit le FMI à s'inquiéter précocement des perspectives mondiales.

La recherche d'un équilibre

M. Roubini est aujourd'hui très occupé; selon ses propres termes, il tente «d'être à plein temps un universitaire, un expert en politique économique et un entrepreneur». Il doit mieux équilibrer ces activités, mais ne sait pas laquelle réduire.

En dix ans, le site Internet sur la crise asiatique, géré en solo, est devenu une entreprise de 40 personnes, appelée «Roubini Global Economics Monitor», qui agrège et analyse des données sur toutes les questions économiques internationales. M. Roubini dit qu'être un entrepreneur lui donne une connaissance de la gestion que n'aurait jamais un professeur d'économie ordinaire, opinion partagée par Robert Shiller, son ancien collègue de Yale. Chef d'entreprise lui aussi, il estime que «c'est une bonne chose pour un économiste universitaire».

M. Roubini sera-t-il tenté par l'administration Obama? Il le juge improbable : «Ces dernières années, j'ai pris l'habitude d'écrire librement et d'exprimer mes opinions sans contrainte. J'aurais du mal à accepter que chacun de mes mots soit contrôlé par quelqu'un». Il préfère exercer une influence indirecte sur les décisions en donnant son point de vue. «Je ne veux pas exagérer mon influence. Mais il me semble que maintenant les gens lisent ce que j'écris et y réfléchissent. J'en suis heureux.» ■

Prakash Loungani est Conseiller au Département des études du FMI.