

Note Lasaire n° 15

Octobre 2008



## **La rentrée économique 2008 : Vers une panne historique des moteurs de la croissance ?**

**Michel Fried**

Comme chaque année, l'objectif de cette note n'est pas tant de présenter un point de la conjoncture, que de proposer une mise en perspective des débats économiques suscités par l'évolution récente de l'économie. A cet égard, les chocs subis par l'économie mondiale depuis un an révèlent les difficultés, voire les impasses d'un modèle de croissance dont la pertinence théorique et historique apparaît de plus en plus incertaine.

*L'économie mondiale affronte trois crises : la crise financière qui a débuté il y a 18 mois, le boom du prix des matières premières, y compris le pétrole, qui lui est antérieur de quelques mois, et le boom immobilier dont l'origine est plus ancienne. Ces trois crises ont été rendues possibles par l'abondance des liquidités mondiales et leur faible coût résultant notamment de la politique monétaire américaine, tournée d'abord vers le soutien de la croissance de l'économie réelle. A la fin de l'été 2008, on assiste au « débouclage » de ces trois crises : les prix des matières premières et ceux des logements sont à la baisse et la stabilité du système financier est compromise.*

*La dimension financière de ces trois crises est indéniable, elle est une des causes qui expliquent qu'elles soient apparues simultanément dans tous les pays industrialisés. Toutefois, le boom des matières premières résulte d'abord des tensions provoquées par la croissance rapide des économies des pays émergents, des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) en particulier.*

*Ces trois crises ont de fortes conséquences, car elles sont survenues alors que des politiques d'offre compétitive étaient simultanément mises en œuvre dans la plupart des pays industrialisés, provoquant l'érosion des stabilisateurs automatiques de la croissance que constituent les dépenses de protection sociale, les dépenses budgétaires et, ce que l'on omet souvent, les « rigidités » salariales (désindexation des salaires, emplois précaires, développement des petits boulots etc...). Ces politiques pèsent sur le revenu des ménages et donc sur la demande et la croissance, car l'emploi et les salaires sont devenus les principaux facteurs d'ajustement des économies, alors que la gestion des entreprises est bouleversée par leur financiarisation (exigence de rentabilité imposée par les actionnaires, « court termisme » des objectifs, réforme des normes comptables, ...) qui accentue les cycles économiques.*

.../...

*La plupart des gouvernements ont cherché à éluder les conséquences défavorables sur la croissance de leur politique, en dopant leur demande intérieure par d'autres moyens que la hausse du pouvoir d'achat des ménages. Deux leviers ont été ainsi mobilisés : l'endettement des ménages et la conquête de marchés à l'exportation. La crise actuelle révèle les limites de ces palliatifs.*

*Ainsi, aux Etats-Unis, l'accroissement de l'endettement des ménages est venu buter sur leurs contraintes de solvabilité ; la crise des subprimes a été le facteur déclenchant de la crise financière, lorsque les banques qui avaient mis en place ces crédits ont dû constater que leur titrisation n'avait pas fait disparaître les risques de contrepartie. Pour leur part, les pays qui avaient misé sur la conquête de parts de marché à l'exportation ont été à l'origine du renforcement d'une véritable course au « moins disant social », contribuant ainsi à affaiblir la croissance de l'ensemble des pays industrialisés.*

*En Europe, deux pays aux structures économiques totalement différentes, l'Espagne et l'Allemagne, illustrent l'impasse d'une croissance qui ne repose pas sur le pouvoir d'achat des salariés. L'Espagne a cherché une échappatoire dans l'hypertrophie de son secteur immobilier et dans le tourisme, secteurs employant une main d'œuvre peu qualifiée, et recourant aux petits boulots. Elle a réussi ainsi à obtenir une forte croissance et à réduire son chômage, mais l'insuffisance de sa base industrielle rend la poursuite de sa croissance dépendante de sa capacité à attirer des capitaux extérieurs, capacité qui, à son tour, repose en grande partie sur le maintien d'une forte croissance... L'Allemagne, qui est le pays qui a le plus comprimé ses coûts salariaux, a fait le choix, en s'appuyant sur sa bonne spécialisation industrielle, de la conquête des marchés à l'exportation, surtout au détriment de ses voisins européens. Comme en Espagne, cette stratégie a connu une certaine réussite, notamment depuis 2004.*

*Les stratégies de ces deux pays sont venues buter, en 2008, pour l'un sur la crise immobilière et, pour l'autre, sur l'effondrement de la demande d'exportation provoqué par le ralentissement de la croissance des pays clients. En effet, alors même que la crise financière n'a pas encore contaminé l'économie réelle, les pays industriels sont entrés en récession au second semestre 2008 : la croissance du PIB mondial, qui était proche de 5 % depuis 2004, sera réduite de 40 % en 2009 et, selon les prévisions du FMI d'octobre 2008, celle des pays industrialisés qui était proche de 3 %, tomberait en 2009 à 0,5 %, et deviendrait même nulle pour la zone euro (0 % en Allemagne et - 0,2 % en Espagne).*

*Ces prévisions de croissance reposent sur l'hypothèse que l'économie réelle (production des biens et services) ne serait pas affectée significativement par la crise financière, et que les banques ne réduiraient pas leur offre de crédit et n'augmenteraient pas leurs taux. Rien n'est moins sûr car cette crise n'a cessé de s'aggraver : d'une crise du crédit immobilier américain, elle est devenue une crise financière mondiale et, aujourd'hui, elle est en passe de devenir une crise systémique, mettant en jeu la survie des principaux établissements financiers. Ce risque systémique n'est plus une éventualité lointaine, mais un risque immédiat, comme l'atteste la multiplication des défaillances bancaires aux Etats-Unis et en Europe.*

.../...

*Cette aggravation de la crise survient alors que les autorités publiques étaient persuadées qu'elles détenaient, depuis 1998, la solution pour éviter le risque systémique : lorsque le fonds spéculatif LTCM avait fait défaut, elles avaient pu, à l'initiative de la banque centrale américaine, résorber la crise, en faisant appel à la solidarité de place des banques, surtout des banques créancières, solidarité confortée par une aide publique confortable, qui avait abouti à la création, par un consortium international, d'un fonds détenant les créances compromises et à l'assouplissement des politiques monétaires, la FED baissant ses taux directeurs à trois reprises. Ce modèle de gestion des crises financières reposant sur une « solutions privée » et l'action de la banque centrale était encore mis en avant par la BCE au printemps 2008.*

*Jusqu'à l'automne 2008, c'est pourtant ce modèle qui va inspirer les tentatives de solution ; celles-ci n'ont pas été à la hauteur du choc : L'ampleur de la crise et la difficulté à mesurer les dépréciations des actifs bancaires ont fait échouer, à l'automne 2007, malgré l'aide des banques centrales, les tentatives d'assainir les bilans des banques en créant des fonds reposant sur la solidarité de place. Dès lors, l'essentiel de la responsabilité de la stabilisation du système financier mondial a reposé, pour l'essentiel, sur l'action, plus ou moins concertée, des grandes banques centrales. Celles-ci ont pratiqué des injections massives de liquidités, acceptant que les banques apportent en garantie de leur financement des créances de qualité inférieure à ce qu'elles exigeaient antérieurement. La FED complétant cette action par une vigoureuse baisse de ses taux d'intérêt directeurs (tombés à 1,5 % en octobre 2008)... alors que la Banque Centrale Européenne poursuivait la hausse des siens, hausse qui n'a été interrompue qu'en octobre 2008, lorsqu'elle a réduit (enfin) son taux directeur de 4,25 % à 3,75 %.*

*Les banques centrales, dans leur rôle de prêteur en dernier ressort, en sont arrivés, en dérogation à leur statut, à détériorer la qualité de leur bilan : ainsi la part des titres du Trésor qui représentait 90 % des actifs de la FED, est tombée à 40 % en octobre 2008, et le Trésor a dû lui apporter en urgence 140 Md\$ de ressources supplémentaires. La gestion de la crise par les banques centrales a donc trouvé ses limites, comme l'a exprimé sans ambiguïté le président de la BCE, Jean Claude Trichet le 8 octobre : «Il y a des limites à ce que nous pouvons faire, nous n'avons pas la capacité d'intervenir lorsqu'il y a des problèmes d'insolvabilité bancaire ».*

*Les tentatives de mise en œuvre du modèle standard de gestion des crises financières ayant échoué, les Etats, à leur corps défendant, ont dû intervenir, mobilisant massivement les ressources publiques, abandonnant ce faisant les contraintes qu'ils s'étaient imposés sur le niveau de leur endettement. Rien ne dit que les sommes engagées seront suffisantes pour permettre la sortie de la crise, d'autant que les réformes envisagées du modèle bancaire et du système financier dans son ensemble semblent bien timides.*

*A supposer que les mesures récentes réussissent à sauver rapidement le système bancaire, elles laissent entière la question de la crise de l'économie réelle, les ménages réduisant leur consommation et les entreprises leurs investissements. Le besoin d'interventions publiques est donc loin d'être clos.*

## LES TROIS CHOCS QUI AFFECTENT L'ECONOMIE MONDIALE

L'économie mondiale a subi trois chocs majeurs, la crise financière, l'envolée du prix des matières premières, du pétrole en particulier, la crise immobilière. Ces trois chocs peuvent être interprétés soit comme la manifestation d'une inadaptation qui tend à devenir structurelle des modes de croissance et de régulation nationales et mondiales, soit comme le surgissement malheureux de trois accidents conjoncturels dont les effets relèvent du court terme. Selon le diagnostic, les thérapeutiques ne sont pas les mêmes. La présente note n'a pas l'ambition de traiter en détail cette question essentielle, mais d'en préciser les contours.

### ■ La crise financière

La crise financière a éclaté au printemps 2007 comme une crise locale du crédit hypothécaire américain, crise qui est devenue une crise du système financier mondial, à tout le moins de celui des pays industrialisés. Elle a imposé une réponse dans l'urgence des autorités publiques afin d'éviter qu'elle ne dégénère en crise systémique et en crise du crédit. Sa description a été faite par ailleurs<sup>1</sup>, on se bornera à rappeler qu'elle trouve son origine dans la recherche exacerbée par les établissements de crédit de la rentabilité maximum qui les a conduit à remettre en cause, notamment par le canal des opérations de titrisation, leur fonction de preneur de risque. L'appréciation de l'ampleur de la crise s'est révélée difficile : elle fut d'abord considérée comme la crise d'un segment particulier du marché américain du crédit, le crédit immobilier, ensuite comme une crise du système financier américain ; lorsque son extension mondiale fut devenue évidente, on a pu croire, jusqu'au printemps 2008, que son ampleur, et donc les risques pesant sur la croissance mondiale, resterait limitée, ce qui s'est révélé faux.

Cette crise signe l'échec de la régulation de l'ensemble du système financier. Les normes comptables bancaires ont été incapables d'enregistrer de façon crédible la dépréciation des actifs bancaires<sup>2</sup>, les agences de notation n'ont pas su informer les investisseurs des risques qu'ils encouraient et surtout les autorités de la régulation bancaire n'ont pas pris la mesure de la mutation de l'activité des banques ; la conjonction du développement de nouveaux marchés de produits financiers, tels que ceux des créances titrisées, du durcissement des normes de solvabilité bancaires (Bâle II) et de l'augmentation des exigences de retour sur fonds propres imposées par les actionnaires des banques, ont accéléré la marchandisation des bilans bancaires. Dès lors, l'efficacité d'un système de régulation financière s'appliquant principalement aux banques commerciales s'est trouvée compromise, au point que la gestion de la crise a contraint les autorités de régulation à élargir leur champ d'intervention des banques de dépôt aux banques d'affaires. Enfin, la crise financière a marqué l'échec de la théorie financière standard ; celle-ci postulait que la création de nouveaux marchés de produits financiers, en permettant de donner une liquidité et un prix de marché à des segments plus nombreux de l'activité financière<sup>3</sup> ne pouvait qu'améliorer l'efficacité et la stabilité de la finance.

---

<sup>1</sup> M. Fried « De la crise des subprimes à la crise financière » Cahier Lasaire n° 35, avril 2008.

<sup>2</sup> La crise financière remet en cause la pertinence du mode de comptabilisation des actifs à la « juste valeur », c'est-à-dire à la valeur de marché, récemment généralisé par les normes IFRS. La Fédération des Banques Françaises a ainsi proposé, en août 2008 de permettre aux banques de revenir à un mode de comptabilisation à la valeur historique des actifs lorsque ceux-ci sont « sains » (techniquement en les basculant du portefeuille de transaction au portefeuille d'investissement)....

<sup>3</sup> Ce que les spécialistes appellent la « complétude » des marchés.

Il a fallu attendre avril 2008, pour avoir une première évaluation sérieuse par le FMI de l'ampleur du choc financier, évaluation qui s'est avérée trop optimiste ; en octobre 2008, le FMI augmentait son estimation des pertes de 50 %, les portant à 1405 Md\$, pertes concentrées pour les 3/4 sur une vingtaine de banques. Les pertes effectivement annoncées par les banques n'étant que de 580 Md\$, toutes les mauvaises nouvelles ne sont pas encore connues<sup>4</sup>, d'autant que l'extension de cette crise à d'autres secteurs financiers se poursuit aux Etats-Unis : quasi-faillite des assureurs de crédit (« monolines ») et des deux agences semi-publiques de refinancement du marché immobilier (Fannie Mae et Freddie Mac) puis crise du marché des ARS<sup>5</sup>. Des craintes sont actuellement exprimées concernant une extension de la crise aux marchés de l'immobilier commercial ou des cartes de crédit et surtout des CDS (credit default swap).

#### Le marché des CDS

Les CDS sont des instruments financiers créés au début des années 1990, qui permettent au prêteur, qui conserve sa fonction de financement, de se préserver du risque de défaut de son débiteur, risque qui est assumé par le porteur du CDS, qui en contrepartie perçoit une prime, fonction de l'évaluation de la probabilité de défaillance. Les CDS permettent donc de réaliser une titrisation imparfaite. Le marché des CDS, d'un montant équivalent à celui des dépôts bancaires, est un marché de gré à gré, donc non régulé (absence de chambre de compensation). Les principaux acteurs de ce marché sont les grandes banques américaines (notamment JP Morgan Chase et Citigroup), ainsi que les fonds spéculatifs (hedge funds). La faillite de Lehman Brothers aurait provoqué une perte d 365 Md\$ pour les établissements vendeurs de ces protections, qui ayant émis 400 Md\$ de contrats, ont dû verser aux bénéficiaires les montants garantis, leur taux de recouvrement n'ayant été que de 8,5 %.

Le 15 septembre 2008, la faillite de Lehman Brothers<sup>6</sup> marque un tournant dans la gestion de la crise financière : pour la première fois, les autorités publiques américaines renoncent à mobiliser de l'argent public pour éviter une défaillance grave, aux conséquences, potentiellement, de nature systémique. Les raisons de cette décision ne sont pas claires. Ont-elles estimées que la crise financière était en voie de résorption, et que le moment était venu de faire un exemple pour éviter les risques d'alea moral (voir encadré « Les trois dilemmes du prêteur en dernier ressort »), ou ont-elles voulu pousser à la concentration des banques américaines en favorisant la reprise des activités de Lehman Brothers par JP Morgan Chase ? Quoi qu'il en soit, devant les conséquences dévastatrices de cette décision, quelques jours après, elles ont dû se résoudre à refinancer et nationaliser de fait le second assureur mondial, AIG (American International Group), puis à reconstituer à hauteur de 140 Md \$ les réserves de la FED ...

---

<sup>4</sup> La grande hétérogénéité des dépréciations de titres extériorisées par les comptes des établissements financiers fournit un indice en ce sens : ainsi, à titre d'exemple, et concernant les seuls monolines, à la fin du second trimestre 2008 Barclay's n'avait provisionné son exposition qu'à hauteur de 20 % alors que le Crédit Agricole l'avait fait à hauteur de 72 %...

<sup>5</sup> Les ARS (Auction Rate Securities) sont des obligations (leur marché est évalué à 330 Md\$), dont le taux est mis aux enchères, système censé leur assurer une grande liquidité. Cette caractéristique, qui était l'argument principal de commercialisation de ce produit financier par les banques américaines, notamment auprès des investisseurs institutionnels et des particuliers, s'est avérée illusoire, et les ARS se sont révélés invendables. Les grandes banques, surtout américaines, ont été contraintes de passer un accord avec la justice, qui les a obligées à payer une amende de 100 à 150 M\$ et surtout à racheter les titres dépréciés acquis par les souscripteurs, victimes d'informations fallacieuses.

<sup>6</sup> Sur les cinq grandes banques d'investissement, deux seulement ont survécu (Goldman Sachs et Morgan Stanley, en négociation pour être rachetée par Wachovia), deux ont été absorbées avec l'aide des pouvoirs publics (Bear Stearns rachetée par J.P. Morgan et Merrill Lynch rachetée par Bank of America) et une a fait faillite (Lehman Brothers).

### Les trois dilemmes du prêteur en dernier ressort

La mission du prêteur en dernier ressort est d'assurer la stabilité du système financier, en cas de crise financière grave, afin d'éviter que la défaillance de quelques banques n'entraîne celle des autres banques. Ce rôle est en général assumé par les banques centrales, car elles ont la capacité de mobiliser, de façon presque illimitée, les capitaux nécessaires ; toutefois, lors des crises financières récentes, le rôle de prêteur en dernier ressort a été également assumé par des Etats et des organisations internationales (FMI et Banque Mondiale). Bien que le traité de Maastricht ne donne pas explicitement cette fonction à la Banque Centrale Européenne, celle-ci l'assume.

La mission du prêteur en dernier ressort est délicate, car il doit éviter les conséquences contre-productives de son action, il se trouve en effet face à trois dilemmes :

- **le risque d'alea moral** : L'action du prêteur en dernier ressort ne doit pas susciter des comportements de prise de risque inconsidéré de la part de banques certaines que, en cas de difficulté, elles seront aidées. C'est ce que les économistes appellent l'alea moral. Pour éviter ce risque, on admet aujourd'hui qu'une incertitude doit toujours planer sur la réalisation de ses interventions de sauvetage ;
- **le conflit entre la poursuite d'objectifs nationaux et la stabilisation de l'ensemble du système bancaire** : Lorsque le prêteur en dernier ressort est national, au mieux européen, un sauvetage pays par pays des banques l'expose au reproche d'avoir rompu l'équilibre concurrentiel entre les banques nationales (ou de la zone) et les banques extérieures ;
- **le conflit avec les objectifs de la politique monétaire** : Le prêteur en dernier ressort intervient en général, en accordant des crédits à court terme aux banques en difficulté ; ce faisant, sa mission de sauvetage n'entre pas en conflit avec l'objectif de préservation de la stabilité monétaire également assigné à la banque centrale, puisque celle-ci, en ne renouvelant pas se concours, peut retirer de l'économie les liquidités en excédent qu'elle a dû injecter à l'occasion de sa mission de sauvetage . Toutefois, si la crise financière n'est pas une simple crise de liquidité, mais une crise de solvabilité des banques, la stabilisation du système bancaire exige l'injection de ressources à long terme : un risque de conflit existe alors entre les objectifs de stabilité monétaire et les objectifs de stabilisation du système bancaire.

Toutefois, malgré le sauvetage d'AIG, les Pouvoirs Publics américains doivent constater l'inefficacité de leur stratégie d'intervention au coup par coup ; le risque de crise systémique s'est encore aggravé, le marché interbancaire est à nouveau pratiquement bloqué par les incertitudes sur la solvabilité des banques, les paniques boursières s'aggravent<sup>7</sup> et l'éventualité d'un « crédit crunch »<sup>8</sup> est devenue probable. Le 4 octobre, à l'initiative du gouvernement américain, le congrès accepte (difficilement) un plan d'assainissement du bilan de l'ensemble des banques résidentes en faisant racheter jusqu'à 700 Md\$ de créances « toxiques » par un fonds public spécialisé (une « bad bank ») dénommée TARP (Troubled Assets Relief Program), qui pourra éventuellement les revendre ... en cas de retour à meilleure fortune. Le gouvernement américain a demandé à ses homologues européens de prendre des mesures similaires, ce qu'ils ont refusé.

L'intervention américaine arrive bien tard, alors que la base de fonds propres des banques américaines et européennes les plus impliquées a été gravement compromise. Afin de préserver leur capacité à consentir de nouveaux crédits, celles-ci ont dû se recapitaliser dans des conditions extrêmement défavorables, puisqu'elles ont réalisé leurs augmentations de capital avec des décotes atteignant parfois plus de 40 % d'un cours de bourse lui même en chute libre.

<sup>7</sup> Les cours de bourse, par rapport à leur point bas du 10 octobre 2008, ont reculé en un an de plus de 40 %, la moitié de cette baisse ayant été réalisée lors du dernier mois. On soulignera que toutes les places, y compris celles des pays asiatiques, ont connu des évolutions voisines.

<sup>8</sup> Le « credit crunch » désigne la situation où l'ensemble des banques est amené à réduire fortement leur offre de crédit, notamment du fait de la détérioration de leur situation financière.

A la fin août, 460 Md\$ d'augmentations de capital avaient été ainsi réalisées, montant énorme mais qui ne représente que 70 % des pertes bancaires extériorisées et seulement 40 % des pertes réelles estimées<sup>9</sup>. Les besoins de recapitalisation bancaire restent donc élevés, ce qui explique que le plan américain ne convainc pas les marchés, Joseph Stiglitz le qualifiant même de « transfusion à un malade souffrant d'une hémorragie interne » (Le Monde du 13/10/2008), d'autant que sa mise en œuvre opérationnelle promet d'être longue, alors que les besoins sont urgents. Les pays européens refusent de s'engager dans la même voie.

## ■ La crise immobilière

La crise immobilière n'est pas sans lien avec la crise financière, mais les deux crises ne peuvent être confondues. L'explosion des prix immobiliers a été l'un des facteurs permissifs de la crise financière ; la croyance dans la poursuite sans limite de la hausse de la valeur des logements a donné, d'une part, l'illusion aux détenteurs de créances titrisées qu'ils étaient abrités du risque d'insolvabilité des emprunteurs et, d'autre part, elle a permis aux titulaires de petits revenus de croire que la sophistication des montages financiers leur permettait enfin d'accéder à la propriété ; quant aux banques, elles étaient persuadées que le développement des marchés de la titrisation leur permettrait de ne pas porter les risques des crédits qu'elles avaient consenti. Le dégonflement de la bulle a mis fin à ces illusions. La crise financière, en rendant plus difficile l'accès au crédit immobilier, pèse sur la demande de logements et amplifie le recul de l'activité et des prix, impulsé par le bradage des créances.

Selon l'OCDE, les prix réels des logements avaient augmenté, entre 2000 et 2007, de 6 à 12 % par an selon les pays : près de 6 % aux Etats-Unis, près de 10 % en France et au Royaume Uni et plus de 12 % en Espagne ; l'Allemagne est le seul grand pays industrialisé à avoir échappé à cette bulle : les prix immobiliers y sont presque stables depuis 10 ans<sup>10</sup> alors que, dans la plupart des pays industrialisés, la facilité d'accès aux crédits immobiliers, la faiblesse des taux d'intérêt et l'atonie de la construction de logements sociaux locatifs sont à l'origine du gonflement des prix<sup>11</sup>.

La hausse des prix de l'immobilier s'est fortement ralentie dans le courant du second semestre 2008, des baisses significatives de prix, encore localisées, apparaissant. Toutefois cet effet prix est insuffisant pour reconstituer une demande solvable, alors que l'accès au crédit immobilier devient plus difficile et que les taux augmentent ; du côté des promoteurs, la disparition des perspectives de plus values rapides a provoqué le repli de leur activité, quand ce n'est pas, comme aux Etats-Unis ou en Espagne, leur faillite. L'activité du bâtiment, secteur qui était l'un des moteurs des créations d'emploi et représentait 6 % environ du PIB de la plupart des pays industrialisés (mais 12 % en Espagne), se ralentit donc rapidement, notamment dans les pays où la pratique des crédits à taux variables avait masqué artificiellement l'insuffisance de la solvabilité des ménages ; c'est le cas en particulier des Etats-Unis, du Royaume Uni et de l'Espagne.

---

<sup>9</sup> En octobre 2008, le FMI chiffre à 675 Md\$ les besoins de recapitalisation encore nécessaires. Géographiquement les recapitalisations réalisées depuis 18 mois se ventilent comme suit : Amérique, 255 Md\$ pour 510 Md\$ de dépréciations affichées, Europe, 184 Md\$ pour 230 Md\$ de dépréciations et Asie, 22 Md\$ pour 23 Md\$ de dépréciations. Les plus grosses augmentations de capital ont été, en Amérique, celles de Citigroup (49,1 Md\$), de Merrill Lynch (30 Md\$) et Bank of America (20,7 Md\$), en Europe, celles de UBS (27,7 Md\$), RBS (22,7 Md\$) et Barclay's (17,7 Md\$).

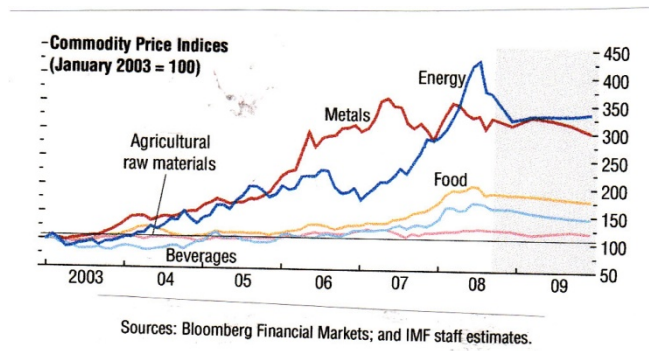
<sup>10</sup> L'importance de l'offre de logement social, les subventions à la construction et la faible natalité expliquent l'absence de bulle immobilière en Allemagne.

<sup>11</sup> Le choix politique de favoriser l'accession massive des ménages pauvres à la propriété plutôt que de développer le locatif social n'est pas sans rapport avec la crise immobilière : ainsi, alors que dans la plupart des grands pays un peu moins de la moitié des ménages sont propriétaires de leur logement, en Espagne, pays le plus touché par la crise immobilière, ce sont 82 % des ménages qui sont propriétaires...

## ■ La crise des matières premières

La hausse du prix des matières premières a démarré avec l'envolée des prix du pétrole dès 2002, et est devenue explosive au premier semestre 2008. A partir de juillet 2008, les prix ont commencé à se dégonfler.

*Evolution des prix des matières premières*



L'explication de la hausse du prix des matières premières résulte pour une part significative de la hausse de la demande des grands pays émergents, de la Chine en particulier ; toutefois ce seul facteur ne suffit pas à rendre compte de son ampleur.

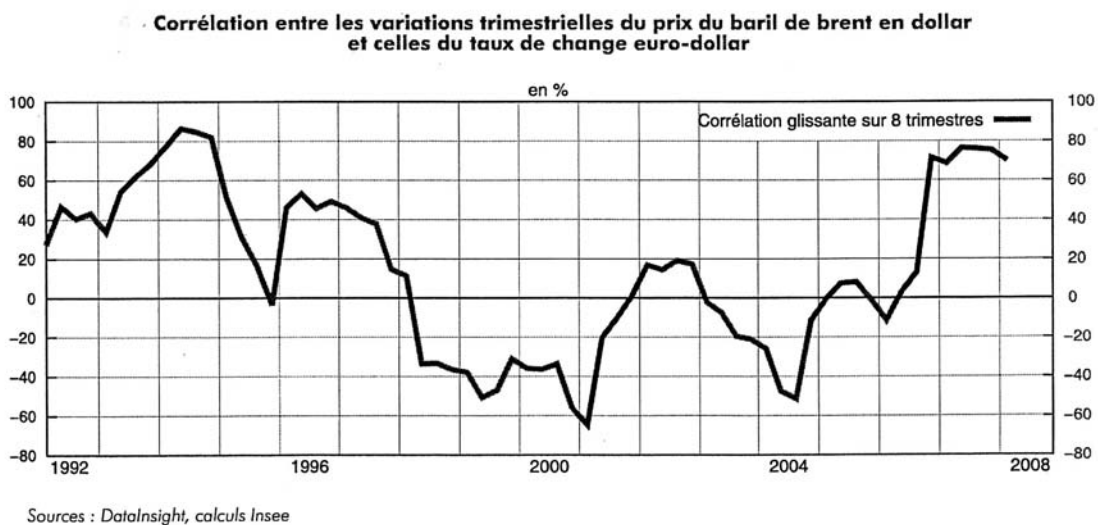
La responsabilité de la migration, incontestable, d'une partie des capitaux spéculatifs, des produits financiers traditionnels dont les perspectives de rendements sont devenues négatives du fait de la crise financière, vers les « matières premières papier<sup>12</sup> » a fait l'objet de vifs débats qui n'ont pas débouché sur un consensus. Alors que la BRI, dans son dernier rapport annuel, admet qu'elle a eu un effet significatif, le FMI défend la thèse inverse. Aux Etats-Unis, la CFTC (Commodities Futures Trading Commission), autorité gérant les marchés à terme, a reçu, en juillet 2008, l'ordre de la Chambre des Représentants de prendre des « mesures exceptionnelles » pour freiner la « spéculation excessive » sur les marchés de l'énergie ; cette décision est intervenue un mois après les débats organisés par le Sénat américain où se sont notamment affrontés la CFTC qui niait la responsabilité des opérations spéculatives (et défendait ses intérêts), et d'anciens responsables de fonds spéculatifs qui considéraient que l'explosion des encours des produits financiers ne pouvaient pas être expliquée par les seuls besoins de couverture des variations de prix par les utilisateurs de matières premières. La crise financière aurait également affecté directement le comportement d'offre des pays producteurs de pétrole : selon Daniel Cohen<sup>13</sup>, ceux-ci auraient volontairement réduit leur production, faute de trouver des placements rémunérateurs pour leurs excédents de balance courante.

Un troisième facteur explicatif, celui de la baisse du dollar, serait venu s'ajouter aux déséquilibres de l'offre et de la demande et à la réallocation des capitaux spéculatifs vers les marchés de matières premières. Depuis 18 mois, on observe en effet une corrélation inverse entre le cours du dollar et celui des matières premières, du pétrole en particulier.

<sup>12</sup> Par « matières premières papier » on entend des produits financiers spécifiques tels que des fonds indiciels (tels que les trackers) ou des contrats à terme dont le prix dépend de l'évolution du prix des matières premières, mais qui ne débouchent pas sur la livraison physique des marchandises concernées. Les encours de ces produits spécifiques qui étaient de 13 Md\$ en 2003 ont atteint 260 Md\$ en 2007 et dépasseraient les 300 Md\$ en 2008, selon les informations communiquées lors des auditions au Sénat américain.

<sup>13</sup> Daniel Cohen « Pétrole, l'heure du doute » Le Monde du 28/8/08.

Selon l'OFCE<sup>14</sup> un tel lien n'est pas nouveau et peut être mis en évidence depuis 1984, mais, sur l'ensemble de cette période, il n'expliquerait que 16 % de la hausse du prix du pétrole. Depuis 18 mois, la relation entre le dollar et le prix du pétrole aurait changé de nature et serait devenue plus étroite : alors que traditionnellement on considérait que c'était le dollar qui réagissait aux variations des cours du pétrole<sup>15</sup>, le sens de la causalité se serait inversé, comme le suggèrent des déclarations récentes, citées par l'OFCE, du Président de l'OPEP qui explique que la politique de prix des pays producteurs doit préserver leurs revenus des conséquences de la dépréciation de leur monnaie de facturation. Le renforcement du dollar depuis juillet 2008, conséquence d'un moindre pessimisme sur les perspectives de la croissance américaine, aurait ainsi contribué à la baisse du prix du baril (au côté du freinage de la demande mondiale).



Bien que les signes d'un dégonflement partiel de la bulle des matières premières soient incontestables, l'offre devrait durablement continuer à peiner pour satisfaire la demande. La permanence d'un prix élevé des matières premières, de l'énergie en particulier, devrait tendre à modifier sensiblement les modes de production et surtout la localisation internationale des activités productives et le niveau de vie, et donc les importations, des pays en voie de développement non producteurs de matières premières<sup>16</sup>. La forte hausse du coût des transports<sup>17</sup>, conséquence de la hausse des prix de l'énergie, sera probablement le facteur d'évolution qui agira le plus rapidement comme le montre l'exemple du fer australien qui, aujourd'hui, est devenu plus cher, rendu aux Etats-Unis, que celui produit localement.

<sup>14</sup> Ch. Blot, E. Heyer et X. Timbeau « Pétrole et euro : liaison dangereuse » OFCE « Clair et net » 9 /07 /08.

<sup>15</sup> Les échanges de pétrole étant effectués en dollars, une hausse du prix du baril engendre une augmentation de la demande de dollars pour régler ces transactions et pour placer les surcroits de réserves des pays exportateurs.

<sup>16</sup> A ce facteur structurel de maintien de prix élevés, s'ajoutent les coûts de réalisation des objectifs de développement durable, sujet d'un cahier Lasaire à paraître sous la signature de Joël Maurice. Toutefois les préoccupations environnementales ne sont pas sans ambiguïté, comme le montre l'exemple des biocarburants : un rapport confidentiel de la Banque Mondiale, publié partiellement par The Guardian, expose que leur développement explique 75 % de la hausse du prix des matières premières alimentaires concernées (cette hausse a été de 140 % entre la fin 2002 et février 2008).

<sup>17</sup> Ainsi en 2000, avec un prix du baril de pétrole à 20\$, l'acheminement d'un container de Shanghai à New York coûtait 3000\$, alors qu'il coûte aujourd'hui 8000\$....

## L’AFFAISSEMENT DE LA CROISSANCE DES PAYS INDUSTRIALISES

Les perspectives de croissance à court terme sont défavorables. Deux thèses s’affrontent pour expliquer ce constat : celle d’un repli temporaire de la croissance (stagnation ou récession), jusqu’à la fin 2009, thèse alimentée par le recul du prix des matières premières, ou celle d’une période beaucoup plus longue de stagnation des économies occidentales car les prix des matières premières resteront élevés, la crise financière débouchera sur une crise du crédit dont les effets sont encore peu visibles, et le secteur du logement perdra son rôle de soutien à la croissance. L’éventualité d’une situation de récession ou de stagflation<sup>18</sup> durable, jugée encore peu vraisemblable il y a quelques mois, n’est plus écartée depuis la publication des comptes du second trimestre 2008.

*Evolution du PIB de quelques grands pays  
(variations trimestrielles annualisées, en %)*

	2007-3	2007-4	2008-1	2008-2	2008 P	2009 P
Etats-Unis	4,8	- 0,2	0,9	3,3	1,6	0,1
Zone €	2,5	1,4	2,8	- 0,8	1,3	0,2
(Allemagne)	2,4	1,4	5,2	- 2,0	1,8	0,0
(France)	2,7	1,5	1,2	- 1,2	0,8	0,2
(Espagne)	2,8	3,2	1,2	0,4	1,4	- 0,2
Royaume-Uni	2,3	2,2	1,1	0,0	1,0	- 0,1

(Source : prévisions FMI d’octobre 2008)

Si les prévisions de croissance pour l’année 2009 des grands instituts ont rarement été aussi dispersées, elles décrivent toutes une forte décélération de l’activité, aussi bien aux Etats-Unis (moins de 1 %) qu’en Europe (environ 1 %) ; cette évolution concerne presque tous les pays, quelles que soient leurs caractéristiques structurelles. Ainsi la croissance de l’Espagne et de l’Allemagne serait également affectée, bien que les facteurs de soutien de la croissance soient très différents ainsi que leur croissance tendancielle passé.

L’Espagne a fait le choix d’un mode de croissance reposant sur des activités à faible valeur ajoutée, notamment sur une filière bâtiment hypertrophiée qui a été à l’origine de la création de la moitié environ des créations d’emplois entre 2005 et 2007 (partagées par moitié entre le secteur du bâtiment et celui des services associés), alors que l’Allemagne, premier exportateur mondial, a fait reposer sa croissance sur des activités haut de gamme et la conquête des marchés extérieurs : les exportations allemandes qui représentaient 26 % du PIB en 1996, atteignent 47 % du PIB en 2007. L’excédent de sa balance commerciale, réalisé à hauteur de 56 % avec les pays de la zone euro, représentait, en 2007, 8 % de son PIB, tandis que le déficit commercial espagnol dépassait 10 %. De 2004 à 2007, le commerce extérieur a contribué à hauteur de 4,6 points à la croissance (7,4 %) du PIB allemand alors que la consommation des ménages n’y contribuait qu’à hauteur de 0,4 point. Les deux modèles de croissance se révèlent donc chacun aussi peu efficaces pour affronter les difficultés de la période, bien que la crise immobilière, profonde en Espagne, épargne l’Allemagne.

<sup>18</sup> Situation économique où coexistent une faible croissance, voire un recul de l’activité, et une forte inflation. Cette situation est particulièrement redoutée parce que les politiques économiques sont incapables de réduire simultanément ces deux maux.

La croissance de ces deux pays présente un trait commun à l’ensemble des pays européens : elle a été réalisée en comprimant les coûts réels (unitaires<sup>19</sup>) du travail, et donc en pesant sur la demande domestique, stratégie dont les conséquences ont été masquées, pour l’un par la croissance exacerbée de sa filière immobilière et pour l’autre par la conquête des marchés extérieurs. Ces deux modes de croissance sont voués à s’épuiser progressivement. La compression des coûts salariaux, en pesant sur la demande intérieure, freine la croissance et donc les possibilités de gains de productivité et par là érode la réduction des coûts salariaux unitaires ; en réponse les entreprises sont incitées à accroître encore la pression sur les salaires en s’appuyant sur la « modernisation » du marché du travail. Une véritable spirale de l’allègement des coûts du travail est alors enclenchée, chaque pays cherchant à prendre de l’avance sur ses concurrents pour obtenir un avantage de compétitivité prix, mais, au final, aucun ne gagne, car ce qu’un pays a gagné, l’autre l’a perdu. Il s’agit d’un jeu à somme nulle.

***Evolution des coûts unitaires réels du travail \****

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008 P</b>
Zone euro	- 0,9	- 0,9	- 0,7	0,1
(France)	- 0,2	- 0,5	- 0,4	- 0,2
(Allemagne)	- 1,7	- 1,7	- 1,5	- 0,6
(Espagne)	- 1,2	- 1,7	- 0,3	1,3
Royaume Uni	1,5	- 0,1	- 1,6	0,6

(\*) Déflateur implicite : prix du PIB

(Source : Eurostat)

A l’exception provisoire de l’Allemagne, et en fin de période des Etats-Unis, qui ont fini par bénéficier de l’affaiblissement du dollar, cette stratégie n’a pas permis de soutenir la croissance.

***Contribution des échanges extérieurs de biens et services à la croissance  
(en points de PIB)***

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008 P</b>
Etats-Unis	- 0,2	- 0,0	0,6	1,4
Zone euro	- 0,2	0,2	0,4	0,4
(France)	- 0,8	- 0,3	- 0,8	0,0
(Allemagne)	0,7	1,0	1,4	1,3
(Espagne)	- 1,7	- 1,6	- 1,2	- 0,7
Royaume Uni	0,1	0,1	- 0,7	0,2

(Source : FMI octobre 2008)

<sup>19</sup> Plus précisément, nous faisons référence aux coûts salariaux unitaires, c'est-à-dire à la dépense salariale nécessaire pour réaliser une unité de PIB ; la variation de cette dépense dépend de l’évolution des salaires et de la productivité du travail.

## LA REPONSE DES POLITIQUES ECONOMIQUES

### ■ Les politiques de relance ne seront pas au rendez-vous

L'apparition des risques de récession a suscité une réponse significative des autorités américaines qui contraste avec la mollesse, voire l'inertie des gouvernements européens. Ce constat vaut aussi bien pour les politiques budgétaires que monétaires.

Les Etats-Unis sont le seul pays qui, pour faire face à la crise financière, a véritablement mis en place, en février 2008, un plan de relance keynésien d'un montant de 168 Md\$, centré sur le soutien de la demande des ménages (117 millions de foyers recevront un chèque de 600\$ à 1200\$). L'effet de relance devrait être concentré sur les deuxièmes et troisièmes trimestres 2008, ce qui conduit à relativiser, au-delà de cette date, la bonne résistance actuelle de la croissance ; pour consolider le marché immobilier, le 3 juillet 2008, la garantie de l'Etat a été accordée à 300 Md\$ d'emprunts afin de permettre le remplacement des contrats de prêt à taux variables par des prêts à taux fixes<sup>20</sup> ; enfin, comme on l'a vu, ils ont décidé de racheter 700 Md \$ de créances compromises aux banques. Au total, l'argent public a été massivement mobilisé à hauteur de plus de 10 % du PIB, la dépense effective devant être sensiblement inférieure à court terme, mais le déficit budgétaire devrait dépasser, en 2009, les 6 % du PIB :

#### Engagements pris par le Trésor américain depuis janvier 2008

Faillite de Bear Sterns	: 30 Md\$
Crédit d'impôt aux ménages	: 116 Md\$
Sauvetage de Fannie Mae et Freddie Mac	: 200 Md\$
Sauvetage de AIG	: 85 Md\$
Aide à la FED	: 140 Md\$
Bad bank (plan Paulson)	: 700 Md\$
Paquet fiscal en complément de la bad bank	: 149 Md\$
<b>TOTAL</b>	<b>: 1 420 Md\$</b>

Début octobre, les décisions économiques ne semblent pas à la hauteur de la crise. Il est permis de s'interroger sur la volonté réelle, et la capacité, des Etats-Unis à soutenir durablement à la fois leur croissance et leurs établissements de crédit par une stratégie keynésienne ; le soutien de la croissance n'a-t-il pas plutôt pour but de franchir le cap des élections présidentielles avec un bilan présentable ? Par ailleurs, les effets des augmentations ainsi programmées de la dépense publique, financées pour l'essentiel par l'emprunt, accroissent la dépendance quasi structurelle de l'économie américaine vis-à-vis des capitaux étrangers, nécessaires au financement du déficit de sa balance commerciale ; la parité du dollar pourrait alors devenir difficilement contrôlable.

<sup>20</sup> Ce plan prévoit par ailleurs un soutien, dont les modalités ont été précisées début septembre, des deux grandes agences semi publiques, Fannie Mae et Freddie Mac, au bord de la faillite<sup>20</sup> ; ces deux agences financent ou garantissent 40% des crédits immobiliers américains ; le soutien qui leur est accordé ne se concrétisera que s'il s'avère nécessaire ; son coût potentiel (plus de 200 Md\$) est élevé mais la dépense publique n'en est pas augmentée à court terme

Les pays de la zone euro semblent encore moins réactifs. Ils poursuivent leur effort de « maîtrise » des dépenses publiques. Le pacte de stabilité est devenu de plus en plus contraignant, alors que sa réforme était censée lui avoir donné plus de souplesse pour répondre aux fluctuations conjoncturelles ; comme le souligne Jean Paul Fitoussi<sup>21</sup> « progressivement le point focal du Pacte se déplace du déficit maximum autorisé, au retour à moyen terme à l'équilibre budgétaire... Cet acharnement doctrinal est spécifique à l'Europe et ne se retrouve dans aucun autre grand pays de la planète ». A la mi-octobre, ce constat doit être nuancé car les gouvernements et l'Union européenne, notamment le gouvernement français, dont le projet de loi de finance 2009 est fondé sur une hypothèse optimiste de croissance (1 à 1,5 %) et donc de recettes fiscales, ont laissé entendre qu'il serait prêt, dans une certaine mesure, à laisser agir les stabilisateurs économiques.

Les politiques monétaires menées par les banques centrales américaines et européennes n'ont convergé que pour faire face à la crise financière. Toutes deux ont réalisé des injections massives et concertées (août 2007, décembre 2007, janvier 2008, mai 2008 et octobre 2008), mais temporaires, de liquidités afin de soutenir leurs banques, qui ne parvenaient plus à se refinancer, ou alors à un prix très élevé. En garantie (collatéral) de leurs concours, elles ont même accepté de prendre dans leur bilan, les créances « toxiques » encore détenues par les banques<sup>22</sup>. On soulignera que, si les banques européennes sont en moyenne moins affectées par la crise financière que les banques américaines, la dépendance de l'économie européenne vis-à-vis des crédits bancaires est plus forte<sup>23</sup> ; la préservation de la capacité de crédit des banques y est donc un enjeu particulièrement important.

En revanche, l'action sur les taux d'intérêt des deux banques centrales a été, jusqu'en octobre 2008 de sens opposé, traduisant la différence de leurs objectifs : soutien prioritaire de la croissance pour la FED, lutte exclusive contre l'inflation pour la BCE. La hausse de l'euro qui résulte de la divergence de l'évolution des taux d'intérêt entre les deux zones a handicapé la croissance européenne, bien que celle-ci se soit atténuée en fin de période.

La FED a en effet poursuivi la baisse de ses taux directeurs entamée depuis le premier trimestre 2007, les réduisant de 5,25 % à 2 % ; toutefois depuis juin 2008, la crainte d'un effondrement du dollar qui aurait compromis l'entrée des capitaux étrangers nécessaires au financement du déficit de sa balance courante, et le constat d'une amélioration des exportations, l'a incité à laisser ses taux inchangés. Cette politique est une réussite puisque le dollar remonte depuis la mi-juillet 2008, passant contre l'euro de 1,60 à 1,34 à la mi-octobre, soit une hausse de près de 20 % (après une baisse de 50 % en cinq ans). Cette hausse n'avait pas été prévue, car les prévisions des conjoncturistes étaient fondées sur les déterminants habituels du change : le fort ralentissement de la croissance américaine aurait dû perpétuer, voire amplifier, le différentiel prévisible de taux d'intérêt, et donc rendre peu attrayant les entrées de capitaux ; or on observe un accroissement des entrées de capitaux, du fait, semble-t-il, des réallocations de portefeuille provoquées par l'effondrement des bourses asiatiques et de l'abandon par la Chine, au début de l'été, de sa politique de hausse du yuan.

---

<sup>21</sup> J.P. Fitoussi « Croissance : des cassandres au candides » Le Monde du 3/5/08.

<sup>22</sup> Toutefois la BCE a annoncé en septembre 2008, qu'à compter de février 2009, elle restreindra les refinancements permis par les actifs ainsi déposés en garantie auprès de la banque centrale, contraignant les banques à revenir sur le marché des crédits interbancaires

<sup>23</sup> Selon les données de la BCE, en 2007, les crédits bancaires aux non-banques représentaient 17 % du PIB américain et 50 % du PIB européen.

La BCE, dans la situation d'inflation importée résultant de l'envolée du prix des matières premières, a, à l'inverse de la FED, choisi de durcir sa politique de taux, craignant un effet de « second tour » sur les salaires ; son principal taux directeur est ainsi passé de 2,25 % début 2007 à 4,25 % en juillet 2008, soit le plus haut niveau depuis août 2001. Le choix de la BCE de privilégier la lutte contre l'inflation, dans le contexte d'une croissance chancelante et alors que, ni l'inflation sous-jacente, ni les salaires, ne donnent de signaux inquiétants d'augmentation, a été vivement critiqué, notamment par les gouvernements français et espagnols et même (à titre personnel) par Peer Steinbrück, ministre des finances allemand. Le 7 octobre 2008, devant l'aggravation de la crise financière, la FED accompagne ses injections de liquidités par une reprise de la baisse de ses taux directeurs qui sont réduit de 0,5 point ; cette fois, la BCE, qui trois mois auparavant avait relevé les siens de 0,25 point, accompagne la FED et réduit son principal taux directeur de 0,5 point également, à 3,75 %<sup>24</sup>.

### ■ Faire face à l'urgence : le sauvetage du système bancaire

Jusqu'aux premiers jours d'octobre 2008, le sauvetage du système bancaire reposait pour l'essentiel sur l'action des banques centrales, le modèle implicite était celui qui avait été mis en œuvre avec succès lors de la défaillance du fonds spéculatif LTCM : la FED avait alors organisé et aidé à la création d'un pool international de banques qui ont repris l'établissement défaillant, tout en assouplissant sa politique monétaire ; selon ce modèle, les défaillances sont traitées au cas par cas, et les banques n'ont pas la certitude d'être sauvées, si elles ont pris des risques excessifs (l'alea moral est ainsi réduit).

C'est ce modèle qui a inspiré tout d'abord la gestion de la crise financière actuelle, mais il est apparu inadapté à une crise de grande ampleur. Le Trésor américain ayant échoué, en octobre 2007, dans sa tentative de constituer un pool bancaire international, doté de 80 Md\$ (seulement), afin d'y cantonner les créances bancaires compromises, c'est sur les banques centrales qu'a reposé l'essentiel des efforts de sortie de crise. C'était supposer que la crise était essentiellement une crise de liquidités qui pouvait être combattue par des injections massives de liquidités, réalisées en acceptant une dégradation des garanties apportées aux concours des banques centrales<sup>25</sup>. L'accélération des défaillances bancaires en septembre 2008 a montré que ce diagnostic était erroné<sup>26</sup>. A côté de la crise des refinancements bancaires (crise des liquidités), la gravité de la crise de solvabilité était devenue patente ; dès lors, la responsabilité de la gestion de la crise passe des banques centrales aux États, et cela pour deux raisons : d'une part, les capacités d'intervention des banques centrales ont atteint leurs limites, notamment du fait de la dégradation de la qualité de leur bilan<sup>27</sup> et, d'autre part, parce que les remèdes à une crise de liquidité consistent à recapitaliser les banques et à leur permettre l'accès à des financements à moyens et long terme, types d'intervention qui n'incombent pas aux banques centrales. C'est ce que souligne J.C. Trichet, président de la BCE le 8 octobre 2008 : « Il y a des limites à ce que nous pouvons faire, nous n'avons pas la capacité d'intervenir lorsqu'il y a un problème d'insolvabilité bancaire ».

<sup>24</sup> De plus, pour la première fois, la BCE réduit l'écart, traditionnellement de 100 pb, entre ce taux et ses deux autres taux directeurs : ainsi le taux des prêts marginaux au jour le jour accordés sans restriction aux banques est fixé à 4,25 % et non à 4,75 %. Cette décision est significative de la gravité des difficultés de financement des banques.

<sup>25</sup> Ce qu'a réalisé la FED, et en dernier lieu la BCE le 14 octobre en annonçant qu'elle accepterait, jusqu'en décembre 2009, comme collatéraux des obligations notées jusqu'à BBB-, au lieu de A-.

<sup>26</sup> Dans la seule seconde quinzaine de septembre 2008, ont été annoncées les défaillances d'établissements aussi importants que AIG (seconde compagnie d'assurance mondiale), Washington Mutual (première caisse d'épargne américaine), Wachovia, et, en Europe, HBOS (quatrième banque britannique), Fortis, Dexia et Hypo Real Estate.

<sup>27</sup> Les ressources de la FED ont du être complétées par un apport de 140 Md\$ du trésor américain, et les titres publics qui constituaient 90 % de son bilan, il y a un an, n'en constituent plus aujourd'hui que 40 %.

Les gouvernements sont donc contraints à un revirement idéologique douloureux. Dans un premier temps, dès juillet 2007, le gouvernement américain avait privilégié la consolidation des créances immobilières des ménages en créant un fonds public de 300 Md\$ destiné à faciliter leur renégociation ; cela n'a pas suffi à rassurer les marchés. Le 3 octobre 2008, il parvient, difficilement, à faire accepter par le Congrès la création d'un fonds de 700 Md\$ destiné à reprendre les créances toxiques. Cette fois encore, les marchés jugent la mesure insuffisante<sup>28</sup>.

C'est finalement le Royaume Uni qui franchit le Rubicon : déjà, en septembre 2007, il avait dû, contrairement à sa doctrine, se résoudre à nationaliser Northern Rock, mais, le 8 octobre 2008, il annonce un plan de recapitalisation de l'ensemble des banques britanniques, allant jusqu'à la prise de contrôle de certaines des plus grosses. C'était donner un avantage concurrentiel important aux banques britanniques, si les autres pays n'agissaient pas de même. Le 10 octobre, le principe de la recapitalisation est accepté par l'ensemble des pays européens, suivis le 14 octobre par les Etats-Unis. L'Allemagne, adepte d'un traitement des défaillances au cas par cas s'est inclinée, mais a réussi à éviter la création d'un fonds européen : chaque pays interviendra de son côté, selon des modalités spécifiques.

**Les plans nationaux de sauvetage public des banques \***  
(Montants des engagements publics et non des dépenses budgétaires)

	<b>Etats-Unis</b>	<b>Royaume-Uni</b>	<b>Allemagne</b>	<b>France</b>
Renforcement du capital	250 Md\$	25-50 Md£	80 Md€	40 Md€
Liquidité	450 Md\$	250 Md£	400 Md€	320 Md€
Rachat créances		-	-	-
Garantie dépôts **	Illimitée	50 000£	illimitée	70 000€ ***

(\*) selon les informations disponibles au 14 octobre 2008

(\*\*) la Commission Européenne doit instaurer d'ici un an une obligation de garantie minimum de 100 000€

(\*\*\*) garantie illimitée par déclaration verbale du chef de l'Etat

**Etats-Unis** : Les prises de participation publiques sont plafonnées à 25 Md\$ (ou 3 % des actifs à risque) par banque. Celles-ci ne pourront augmenter leurs dividendes qu'avec l'autorisation du Trésor. La garantie de 1700 Md\$ sur la dette de Fannie Mae et Freddie Mac est hors plan.

**Royaume-Uni** : Deux contreparties à l'aide publique : arrêt des expulsions des débiteurs immobiliers en défaut et crédits aux PME au moins égal au niveau de 2007

**Allemagne** : Seules les banques à risque systémique pourront bénéficier d'une recapitalisation. La garantie sur les financements prendra fin en décembre 2009.

**France** : Les interventions en capital seront réalisées par une société publique, celles de soutien à la liquidité, par une société privée dont l'Etat ne détiendra que la minorité de blocage.

Sans entrer dans une discussion approfondie de ces plans, on soulignera la contradiction qu'il y a à mettre en œuvre des solutions nationales pour sauver un système financier mondialisé.

<sup>28</sup> En effet, se borner à injecter des liquidités et à sortir des bilans bancaires les créances compromises est une solution tout à la fois coûteuse pour l'Etat et inefficace pour sauver les banques insolubles. Les banques saines sont les principales bénéficiaires d'un tel plan, il leur permet d'assainir leur situation et d'acquérir facilement et à moindre coût, les actifs des banques insolubles. On est conduit, une fois de plus, à soupçonner que la véritable stratégie de sortie de crise des autorités américaines reposait sur la facilitation de la concentration de leur système bancaire.

En sus de l'action des banques centrales, quatre leviers pouvaient être mobilisés pour faire face à l'urgence : Le sauvetage au cas par cas des banques à risque systémique, ce que tous les pays ont fait ; le nettoyage des bilans bancaires en les débarrassant de leurs créances toxiques, ce que seuls les Etats-Unis ont mis en œuvre ; puis finalement la généralisation des garanties publiques illimitées des dépôts, restauration par les Etats du fonctionnement des marchés interbancaires et la recapitalisation des banques. Mais malgré un accord formel sur l'utilisation par tous d'au moins trois de ces leviers, leurs conditions concrètes de mise en œuvre diffèrent selon les pays, ce qui entraînera des distorsions de concurrence entre les banques qui pourraient être à l'origine d'une réappréciation des modalités d'action, telles que définies dans les plans actuels.

C'est pourquoi, rien ne dit que les sommes énormes mises en jeu par les Etats suffiront. Leur montant dépend non seulement de la vitesse à laquelle la crise se résorbera, mais aussi de la prise de conscience de la nécessité de réduire l'hétérogénéité des plans nationaux, ce qui risque d'apparaître rapidement, notamment du fait de la différence des objectifs assignés aux opérations de recapitalisation : pour certains pays, il ne s'agit que de sauver des banques en difficulté, pour d'autres, le Royaume Uni en particulier, il s'agit de porter leurs coefficients de fonds propres à 10-11 %, ce qui signifie une augmentation moyenne de 25 % environ du niveau de leurs fonds propres. Les banques qui afficheront un ratio de fonds propres inférieur, apparaîtront moins sûres, ce qui pénalisera leur coût de financement... Par ailleurs, la plupart des Etats semblent avoir fait le choix de ne pas prendre le pouvoir dans les banques qu'elles recapitaliseront en souscrivant des actions, certes fortement rémunérées, mais sans droit de vote, et en se contentant de restreindre la rémunération des actionnaires et des dirigeants et de la promesse de maintenir le volume des crédits aux entreprises, aux PME en particulier. Sera-ce efficace ?

Si un accord semble acquis sur la nécessité de mieux adapter la supervision et la régulation du système financier aux caractéristiques de la finance contemporaine, les enseignements tirés de la crise actuelle semblent encore timides, notamment sur le caractère inadéquat de l'organisation des dispositifs de supervision et de régulation et sur les dangers du modèle bancaire, tel qu'il s'est construit depuis les années 1990 :

- les systèmes de supervision et de régulation financière apparaissent du fait de leur cloisonnement, en décalage par rapport aux réalités du monde financier : leur double cloisonnement, par Etat et par secteur de la finance (banque, assurance, fonds d'investissement, ...) ne correspond plus aux caractéristiques de l'activité bancaire, de plus en plus internationalisée et multisectorielle ;
- la crise actuelle aurait montré la supériorité du modèle de la banque universelle qui peut s'appuyer, pour financer ses activités de banque de marché, sur sa collecte de dépôts ; c'est ce que semble montrer la disparition des banques d'affaires américaines. Pourtant, dans une situation de crise grave, on a vu que ce modèle de banque implique, pour éviter la panique des déposants, une garantie publique des dépôts ; la stabilité financière étant un bien public, les banques universelles ne doivent donc pas être gérées sur le modèle des entreprises privées ;
- enfin, la crise financière actuelle a montré les limites du choix des Etats pour plus de financements de marché (reposant sur une épargne préalable, ils seraient moins inflationnistes). Ce choix a, en effet amplifié l'instabilité du système financier, en facilitant la dissémination des risques de crédit hors du système bancaire et a fortement accru la cyclicité des économies, encore aggravée par l'adoption de normes comptables privilégiant les valeurs de marché et par l'exclusion des systèmes de provisionnement dynamique (surprovisionner en haut de cycle, pour pouvoir moins provisionner en bas de cycle).

## ■ Quels enseignements tirer de la période actuelle ?

Les difficultés de la période semblent donc nécessiter une réévaluation profonde des grilles d'analyse, et de la définition des politiques économiques et monétaires. Les crises financières, immobilières et des matières premières ont montré que la croyance dans les vertus auto-correctrices des marchés est devenue impossible à soutenir ; les marchés financiers sont devenus incapables d'assurer la liquidité et de fixer le prix d'une partie des actifs financiers, les marchés immobiliers et ceux des matières premières ne sont pas capables de déterminer des prix d'équilibre de moyen ou long terme. Les « bulles » sont la manifestation du fonctionnement de marchés mal ou pas régulés.

Par ailleurs, l'adoption simultanée par l'ensemble des grands pays industriels de politiques dites d'offre compétitive (compression des coûts du travail, réduction de la fiscalité) finit par peser sur la croissance : la généralisation de ces politiques détermine un jeu à somme nulle, voire négative, ce qu'un pays gagne en croissance, l'autre le perdant. Les faibles résultats obtenus par ces politiques incitent en effet les gouvernements à comprimer encore plus la dépense publique et le coût du travail, étouffant, faute de demande, la croissance et les privant d'instruments pour contrer les fluctuations cycliques de l'économie<sup>29</sup>.

Le choc conjoncturel actuel n'a donc pas la nature d'un « trou d'air » qui disparaîtrait de lui-même et n'appellerait que quelques mesures d'attente ; les difficultés de la période exigent, au contraire, une réévaluation des orientations des politiques conjoncturelles et un surcroît de régulation. La nécessité d'accroître les régulations est devenue évidente s'agissant des marchés financiers<sup>30</sup>, des marchés de l'énergie et des autres matières premières<sup>31</sup>.

Cette exigence de plus de régulation a progressé mais se heurte à une autre réalité : les marchés de biens et d'actifs financiers sont devenus mondiaux, et même lorsqu'ils sont nationaux, ils sont sous l'influence de facteurs mondialisés<sup>32</sup>. Ce constat pose la question du niveau de régulation : dans bien des cas, ce n'est plus la nation, ni même l'Europe, mais le Monde qui est aujourd'hui le niveau pertinent. Le conflit est donc latent avec la réalité des Etats nationaux.

---

<sup>29</sup> En effet, ces politiques affaiblissent l'action des deux principaux « stabilisateurs économiques » que sont la dépense publique, qui ne peut suivre les fluctuations de l'activité économique, et les « rigidités » du marché du travail qui garantissent la résilience de la masse salariale.

<sup>30</sup> On notera toutefois que les banques font pression sur les autorités publiques pour que ne soient pas instaurées des réglementations contraignantes, mais plutôt des mesures d'autorégulation (codes de bonne conduite) ; les enseignements de la crise ont quelques difficultés à se concrétiser...

<sup>31</sup> Les possibilités de couverture offertes par les marchés financiers ne se sont pas révélées suffisantes dans les situations de bulles. Les techniques « archaïques » comme la fixation de stocks régulateurs ou la fixation de prix indicatifs ne paraissent pas sans mérite rétroactivement. Par ailleurs l'échec du cycle de Doha manifeste l'incapacité à concilier les intérêts des pays industrialisés, des grands pays émergents et des pays pauvres.

<sup>32</sup> Nul ne conteste que les marchés immobiliers soient des marchés nationaux, ils ont pourtant subi, en parfaite synchronie, les mêmes phénomènes de bulle, bulle qui se dégonfle simultanément dans tous les pays. L'influence de la crise financière mondiale sur ces marchés ne permet plus désormais de les considérer strictement comme de purs marchés nationaux.

## ET L'ECONOMIE FRANÇAISE ?

### ■ La croissance et l'emploi

Comme dans la plupart des pays industrialisés, la croissance de l'économie française s'est effondrée au second semestre 2008.

#### Evolution de l'économie française

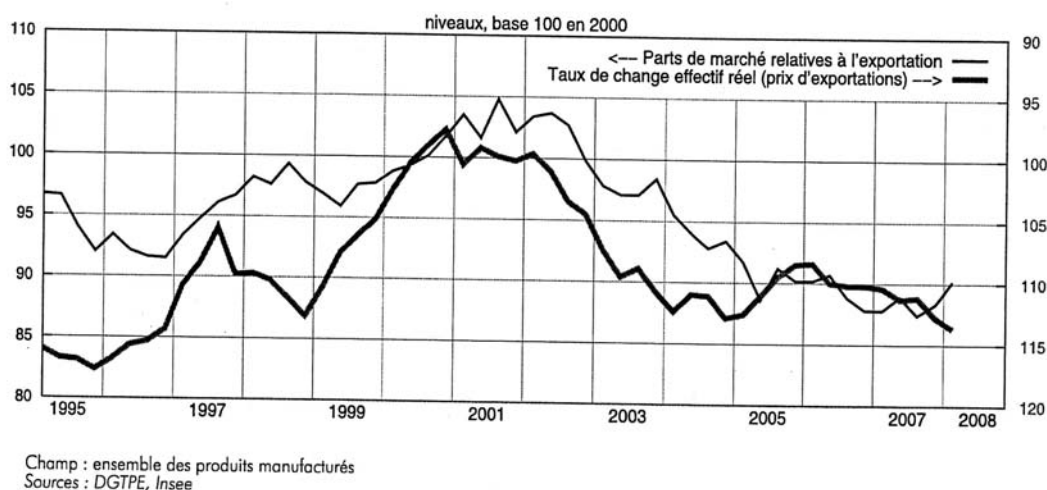
En %	07-1 *	07-11 *	08-1 *	08-11	2006	2007	2008P
PIB	1,2	1,1	- 0,1	- 0,2	2,4	2,1	0,9
Importations	4,0	0,3	1,4	0,0	6,5	5,9	1,9
Consommation des ménages	1,6	1,2	- 0,2	0,0	2,5	2,5	0,8
Investissement des ménages	0,6	1,3	- 3,0	- 3,9	7,1	3,0	2,5
Investissements des entreprises	3,3	2,6	0,4	- 0,3	5,4	7,3	2,4
Exportations	2,6	0,7	1,5	- 0,1	5,6	3,2	2,2

(\*) Glissements semestriels (cumul des deux variations trimestrielles)

(Source : d'après Insee, octobre 2008)

En glissement semestriel, au premier semestre 2008, toutes les composantes de la demande intérieure stagnent ou reculent, à l'exception des importations qui représentent une part toujours plus importante de la demande (26,8 % au premier semestre 2007, 27,7 % au premier semestre 2008). Le solde des échanges extérieurs, du fait des pertes de parts de marché à l'exportation, continue à peser sur la croissance : en glissement, la perte de croissance a été de 0,4 point au premier semestre 2007, comme au premier semestre 2008<sup>33</sup>.

#### ○ Parts de marché relatives et taux de change effectif réel (base 100 en 2000)



<sup>33</sup> Selon l'INSEE (Note de conjoncture de juin 2008), l'élasticité-prix des exportations françaises est deux fois plus forte que celle des exportations allemandes : Un point de baisse de leur compétitivité prix entraîne un recul des exportations françaises de 0,7 point et un recul des exportations allemandes de 0,3 point.

Le déficit (fab-fab) de la balance commerciale (en valeur) s'est encore alourdi en 2008, notamment du fait de l'accroissement de la facture pétrolière et de la disparition de l'excédent du secteur automobile : le recul du solde des échanges du seul secteur automobile, notamment sous l'effet des délocalisations, est devenu négatif pour la première fois au second semestre 2007 ; depuis 2003, son recul est à peu près équivalent à la moitié de la dégradation du solde énergétique.

**Evolution de la balance commerciale (fab-fab)**

En Md€	Total	Total haute énergie	Energie	Industrie *	Automobile
2003	+ 1,0	+ 23,8	- 22,8	+ 7,5	+ 11,7
2004	- 4,8	+ 23,7	- 28,5	+ 1,6	+ 12,3
2005	- 23,7	+ 15,1	- 38,3	- 5,9	+ 8,8
2006	- 28,3	+ 18,2	- 46,5	- 4,6	+ 5,7
2007	- 45,4	- 3,4	- 45,4	- 19,0	+ 0,9
2007-II	+ 23,1	+ 1,6	- 24,7	- 10,6	- 0,1
2008-I	- 24,4	+ 4,7	- 29,1	- 8,4	- 0,8

(\*) Hors matériel militaire

(Source : Douanes)

Dans ces conditions, presque toutes les branches de l'économie sont en recul au premier semestre 2008.

**Evolution (en volume) de la valeur ajoutée des principales branches**

(Glissements semestriels) *	07-1	07-11	08-1
IAA	0,7	0,0	0,9
Industrie manufacture	1,3	0,4	1,1
Construction	- 1,5	1,0	2,0
Commerce	1,0	- 0,1	1,4
Services aux entreprises	1,9	1,9	0,4
Services aux ménages	0,6	0,8	0,5

(\*) Cumul de deux variations trimestrielles

(Source : d'après INSEE)

A la fin de l'été 2008, les signes d'une détérioration profonde de l'activité sont devenus inquiétants : en août 2008, la production manufacturière est en repli de 2,6 % (sur un an), et même de 5,3 % pour l'industrie automobile. Le secteur du BTP est lui aussi fortement touché : en glissement annuel, en août également, le nombre de permis de construire s'est replié de 9,5 % ; le gouvernement pour tenter d'éviter une crise des promoteurs immobiliers a décidé en octobre d'acquiescer, à un prix décoté, 30 000 logements en l'état futur d'achèvement ; la situation de l'immobilier commercial n'est guère plus brillante, puisque les professionnels estiment que, en 2008, les investissements devraient se réduire de moitié par rapport, il est vrai, à une année 2007 exceptionnelle. On doit souligner que ce ralentissement de la croissance n'est pas encore imputable à la contraction des concours bancaires. En effet, selon la Banque de France, la croissance des crédits aux entreprises était encore de 13 %, contre 15 % à la fin 2007, et celle des crédits aux ménages restait également soutenue, bien que le repli soit plus prononcé (4 points).

En 2007, alors que la croissance reculait déjà, la vigueur de l'emploi avait surpris : 384 000 emplois avaient été créés contre 283 000 en 2006. Le contenu en emploi de la croissance a été, selon Rexecode, trois fois plus élevé que durant la période 2002-2006. Le différentiel de croissance entre les secteurs à forte productivité, comme l'industrie, et ceux à faible productivité comme le bâtiment ou les services à la personne, explique une grande partie de ce paradoxe apparent

### *Evolution de l'emploi*

Glissement semestriel	06-I	06-II	07-I	07-II	08-I
<b>Emploi total</b>					
Milliers	92,5	94,5	167,7	123,8	19,0
%	0,6	0,6	1,1	0,8	0,1
<b>Industrie manufacture</b>					
Milliers	- 24,8	- 24,4	- 17,9	- 19,0	- 24,0
%	- 0,8	- 0,8	- 0,6	- 0,7	- 0,9
<b>Services à la personne</b>					
Milliers	34,5	37,0	31,7	39,1	25,6
%	1,7	1,8	1,5	1,9	1,2

(Source : Insee)

Les services à la personne expliquent à eux seuls le tiers environ des créations d'emplois de 2006 et 2007. En 2008, ils ont continué à créer des emplois alors que le reste de l'économie en perdait, mais il s'agit d'emplois de mauvaise qualité, mal rémunérés et surtout à temps partiel (la durée hebdomadaire de la majorité de ces emplois est inférieure à 10 heures). Ce secteur illustre particulièrement bien l'effet sur l'offre de « bad job » des réformes successives du marché du travail, telles que la prime pour l'emploi, l'offre valable d'emploi et le revenu de solidarité active. Dès lors, la hausse de l'emploi, et la baisse corrélative du chômage, donnent une vision biaisée du dynamisme réel de la demande de travail.

Au second trimestre 2008, pour la première fois depuis cinq ans, l'emploi total a reculé de 0,2 % (30 800 emplois), sous l'effet notamment d'un fort recul de l'intérim. La rapidité de cette baisse, alors que l'emploi ne suit, en général, qu'avec retard les fluctuations de l'activité, montre que les chefs d'entreprise n'anticipent plus un retour à bref délai d'une croissance plus affirmée.

### ■ Le revenu et la dépense des ménages

L'évolution du marché du travail tend donc à réduire la contribution des salaires au revenu disponible des ménages, les créations d'emploi fléchissent et les salaires par tête sont déconnectés désormais de la hausse des prix (le pouvoir d'achat du salaire moyen par tête a reculé depuis la fin du premier semestre 2001) ; les prestations sociales reçues par les ménages ne contribuent plus que médiocrement à la stabilisation de leurs revenus ; ceux-ci ont toutefois continué à progresser, soutenu par la baisse des impôts sur le revenu et le patrimoine ainsi que par la hausse des revenus de la propriété, ces deux facteurs favorables ayant toutefois surtout bénéficié aux ménages les plus aisés.

### Les revenus et la dépense des ménages

(Par semestre)	06-11	07-1	07-11	08-1 **
Salaires moyen par tête *	+ 1,3	+ 0,5	- 0,1	0,0
Salaires en % du RDB	58,5	58,4	57,9	57,7
Prestations sociales, en % du RDB	29,8	29,6	29,3	29,1
Épargne, en % du RDB	15,9	15,8	15,7	15,8
Endettement, en % du RDB	67,3	68,6	70,5	71,8
Consommation *	+ 0,8	+ 1,6	+ 1,2	- 0,2
Investissement *	+ 2,4	+ 0,6	+ 1,3	- 3,0

(\*) Cumul de 2 variations trimestrielles du pouvoir d'achat

(\*\*) 2° trimestre partiellement estimé par l'auteur

(Source : calculs d'après Insee)

Les facteurs de dynamisme de la dépense des ménages (la consommation et l'investissement des ménages représentent respectivement 56 % et 6 % du PIB) s'épuisent : l'incertitude sur l'avenir pousse à la hausse les taux d'épargne, alors que leur baisse avait soutenu la consommation de 2003 à 2005 ; le rôle des prestations sociales s'érode, miné par l'objectif de restauration de l'équilibre des régimes sociaux sans augmentation des prélèvements obligatoires et les conséquences défavorables des crises immobilières et financières vont freiner leur endettement, dont la hausse avait représenté l'équivalent de 4,5 points d'accroissement nominal de leur revenu disponible.

#### ■ La situation des entreprises

Malgré le ralentissement de la croissance, les entreprises (sociétés non financières) ont réussi, jusqu'à la mi-2008, à préserver leur taux de marge.

#### Les facteurs explicatifs de la variation du taux de marge

Glissements semestriels	06-11	07-1	07-11	08-11
Salaires bruts *	65,4	65,9	65,1	65,1
Variation (en points) du taux de marge **	- 0,3	0,1	0,3	0,1
Contributions				
• Coût salarial par tête réel	- 0,9	0,0	0,4	0,1
• Productivité	- 0,1	0,2	0,1	0,1
• Prix VA/prix conso.	0,6	- 0,1	- 0,3	0,3

(\*) % VA

(\*\*) VA au coût des facteurs (VA moins impôts/prod., nette des subventions)

(Source : Insee, Note de conjoncture de juin 2008)

Les gains de productivité n'ont pratiquement pas contribué à stabiliser la marge des entreprises, celle-ci ayant surtout bénéficié de l'allègement de leur masse salariale et des possibilités de répercussion dans leurs prix de vente de la hausse du prix de leurs approvisionnements. Toutefois depuis la mi-2007, cette stratégie donne des signes d'essoufflement ; dans une situation de marché, caractérisée par la faiblesse de la demande et la concurrence toujours vive des importations, les entreprises ont perdu la possibilité, en agissant sur leurs prix de vente, de préserver leurs marges, ce qui explique vraisemblablement la multiplication des annonces de plans sociaux, dans l'automobile en particulier.

Cette situation est d'autant plus préoccupante que les entreprises, malgré la stabilité de leur taux de marge, voient leurs marges d'autofinancement (épargne brute en pourcentage de la valeur ajoutée) baisser, en raison, notamment, du poids croissant de la distribution des dividendes (voir encadré); ceux-ci sont devenus, en grande partie, indépendants des fluctuations de la conjoncture. Dans ces conditions, le recours croissant à l'endettement est devenu le principal support d'un effort d'investissement pourtant médiocre. Comme les ménages, les entreprises, dans la période actuelle, sont donc particulièrement vulnérables à la détérioration du marché du crédit.

### *L'autofinancement et l'endettement des entreprises*

(moyennes semestrielles)	06-11	07-1	07-11	08-1
Taux d'épargne *	13,1	12,6	12,9	11,7
Taux d'autofinancement **	64,5	61,1	60,6	54,5
Taux d'endettement *	114,5	114,6	117,6	119,0

(\*) % VA

(\*\*) Epargne brute en % fbcf – 08-1 estimé partiellement par l'auteur

(Source : D'après l'Insee)

#### **La financiarisation de la gestion des entreprises**

Les exigences de rentabilité des fonds propres et de distribution de dividendes sont les manifestations les plus visibles de la financiarisation de la gestion des entreprises. Les dividendes ne représentaient, en moyenne qu'à peine plus de 14 % des rémunérations dans la seconde moitié des années 1980, elles en représentent 36,3 % dans la première moitié des années 2000 et près de la moitié en 2007 ; leur montant dépasse, depuis 2006, celui des investissements physiques.

Cette description des effets de la financiarisation des entreprises n'est qu'en partie exacte. Depuis les années 1990, les entreprises ont fortement accru leurs investissements financiers, dont les revenus financent aujourd'hui, tout ou partie des distributions aux actionnaires ; l'hypothèse d'une concurrence aigüe entre les investissements physiques et financiers avait d'ailleurs été vivement débattue au début des années 1990, débat aujourd'hui abandonné, sans doute à tort.

Le tableau ci-dessous montre l'ampleur des modifications dans la formation des revenus des entreprises. On soulignera que ce tableau retrace les comptes agrégés des entreprises, alors que les évolutions sont très différentes selon le type d'entreprise (cotée ou non cotée en particulier).

(% VA)	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006	2007
Salaires	47,9	47,7	47,8	48,8	49,1	48,9
Dividendes et ass. versés	6,9	9,8	13,0	17,7	22,5	23,7
Revenus de la propriété reçus	7,1	10,0	13,3	17,7	22,8	23,7
Investissements physiques (FBCF)	19,9	18,8	18,2	18,9	19,8	20,8
Variation des actifs financiers *	nd	nd	23,2	21,3	23,4	30,8

(\*) les variations d'actifs financiers n'ont pas strictement la nature d'un investissement

(Source : calculs d'après la Comptabilité Nationale)

Rédaction achevée le 15 octobre 2008