



La rentrée 2009 : Le bout du tunnel ?

Michel Fried

La plupart des grands organismes de conjoncture annoncent, pour le second semestre 2009, le début de la sortie de la récession, et désignent, en conséquence, comme « la » question d'actualité la nécessité d'organiser la fin des plans de soutien budgétaire à la croissance et la réduction de l'endettement public. Les grandes banques manifestent leur intention de retrouver leur liberté d'action, notamment concernant les rémunérations des dirigeants et des traders. En un mot, le retour aux normes de croissance qui prévalaient avant la crise serait à l'ordre du jour.

Quelques voix discordantes émanant d'horizons divers se font cependant entendre pour contester le diagnostic dominant. Pour n'en citer que quelques unes, Mario Monti (le 5/07/09 lors des rencontres du Cercle des Economistes) ne jugeait pas inutile de rappeler que « la vraie racine de la crise, ce n'est pas la finance, ce sont les inégalités entre les pays et au sein des pays », Daniel Cohen (Le Monde du 16/06/09) notait pour sa part que « pour les gouvernements, une reprise rapide ressemble davantage à une nécessité qu'à une anticipation raisonnée » et même Christian Noyer, en juillet 2009, présentant le rapport de la Commission Bancaire, adressait une mise en garde sans ambiguïté : « Une grande vigilance doit rester de mise afin d'éviter le syndrome du retour à la normale, faire comme si rien ne s'était passé ».

Ce débat est crucial. Jamais, sauf à l'occasion de la crise de 1929, les risques, tant économiques que sociaux, d'une erreur du diagnostic économique n'ont été aussi élevés. Les conséquences de la non réalisation du scénario dominant du retour de la croissance en 2010 sont lourdes car la poursuite, ou le retour de la récession frapperait des économies affaiblies par le désengagement de l'Etat, les déficits des systèmes sociaux et cela alors que les systèmes financiers n'ont pas achevé leur convalescence.

La présente note se propose de montrer que le scénario optimiste de sortie de crise est un scénario bien incertain, et qu'en conséquence, la restauration d'un mode de croissance fondé sur les recettes libérales risque de faire de la récession actuelle, une crise structurelle de longue durée.

1- LES CAUSES DIRECTES DE LA RECESSION

Le recul de la croissance a commencé dans les pays de la zone euro au deuxième trimestre 2008 et s’est amplifié jusqu’au premier trimestre 2009. Aux Etats Unis et au Royaume Uni, la récession n’a débuté qu’au troisième trimestre 2008, le repli de l’activité étant légèrement inférieur à celui de la zone euro. L’ampleur de la récession n’a pas été anticipée : ainsi le FMI (tableau ci-dessous) prévoyait dans ses prévisions de janvier, un recul du PIB de la zone euro de 2%, et dans ses prévisions de juillet un recul de 4,8% (respectivement de -1,5% et -6,2% pour l’Allemagne, de -1,9% et -3% pour la France, de -2,1% et -5,1% pour l’Italie).

Evolution du PIB

(%)	2007	2008	2009	
			Prev. janv.09	Prev. juil.09
France	2,3	0,3	- 1,9	- 3,0
Allemagne	2,5	1,3	- 2,5	- 6,2
Italie	1,6	- 1,0	- 2,1	- 5,1
Espagne	3,7	1,2	- 1,7	- 4,0
Zone euro	2,7	0,8	- 2,0	- 4,8
Royaume uni	2,6	0,7	- 2,8	- 4,2
Etats Unis	2,0	1,1	- 1,6	- 2,6

(Source : FMI)

L’importance du choc récessif qui a affecté chaque pays a été modulé selon le calendrier et l’ampleur du plan de soutien budgétaire national, mais aussi selon ses caractéristiques structurelles.

Importance des plans de relance budgétaire

(points de PIB)	Total 2008-2010	Montant affecté en 2009	Δ recettes fiscales	Δ dépenses budgétaires
France	0,6	0,5	- 0,2	0,4
Allemagne	3,0	1,4	- 1,6	1,4
Italie	0,0	0,0	+ 0,3	0,3
Espagne *	3,5	1,6	- 1,6	1,9
Royaume-Uni	1,4	1,3	- 1,5	0,0
Etats Unis	5,6	2,1	- 3,2	2,4

(*) En mai 2009, l’Espagne a réévalué son plan de relance à 5% de son PIB.

(Source : OCDE, données de mars 2009)

Les Etats Unis, où la crise financière a pris naissance, ont soutenu leur économie dès 2008: 21% du programme américain (et 15% du programme britannique) ont été engagés dès 2008, alors que les pays de la zone euro, réagissant avec retard, moins fortement et en ordre dispersé, ont sous-estimé le risque récessif. Ces erreurs d’appréciation se sont répercutées sur leur croissance.

Les politiques économiques ont privilégié, l'assainissement du système bancaire afin d'éviter que la crise financière ne débouche immédiatement sur le blocage des crédits destinés aux agents privés, mais n'ont pas pris la mesure du risque de récession. Or les ménages, surtout dans les pays anglo-saxons, ont dans un premier temps été touchés par la baisse de leur patrimoine (effet de richesse) et leur incapacité à rembourser leurs emprunts (crise de solvabilité) ; puis à ces facteurs se sont ajoutés, de façon simultanée dans tous les pays industrialisés, d'autres facteurs récessifs : l'envol du prix des matières premières et du pétrole et le fort recul des prix immobiliers (surtout dans les pays anglo-saxons) ont réduit les pouvoirs d'achat, et la hausse de l'euro a amplifié le recul des exportations des pays européens. La simultanéité de ces facteurs dépressifs en a démultiplié les conséquences. De plus, l'incapacité des pays industrialisés à coordonner leurs politiques publiques, en a réduit l'efficacité. Le particularisme de chaque plan national de soutien économique, certains étant plutôt axés sur le soutien à la consommation des ménages et d'autres sur l'investissement public, et l'hétérogénéité des structures productives de chaque pays ont donné un caractère spécifique aux processus nationaux de récession.

Contributions à la variation du PIB en 2009

(points de PIB)	Conso. Privée	Conso. publique	Investissements	Stocks	Commerce extérieur
France	0,1	0,4	- 1,3	- 1,5	- 0,6
Allemagne	- 0,3	0,4	- 2,0	- 0,5	- 3,2
Italie	- 1,0	0,1	- 2,6	- 0,2	- 0,7
Espagne	- 1,8	1,0	- 4,3	0,0	2,0
Royaume Uni	- 2,2	0,7	- 2,1	- 1,2	1,1
Etats Unis	- 1,4	0,8	- 2,2	- 0,1	- 0,1

(Source : AMECO)

De façon schématique, on peut opposer deux catégories de pays : ceux où la récession est principalement impulsée par le recul de la consommation privée, les ménages cherchant à reconstituer leur solvabilité en accroissant leur épargne (voir supra note 2) tels les pays anglo-saxons, et l'Espagne (pour ce dernier pays, à ce recul s'ajoute l'effondrement de l'investissement en logement), et les pays, tels l'Allemagne où le recul de la demande étrangère ne permet plus de compenser l'atonie de la demande intérieure. La France occupe une position médiane, sa consommation privée a seulement stagné, mais son activité a subi les effets du déstockage particulièrement important de ses entreprises. Le cas de la France illustre les effets bénéfiques d'un système de protection sociale encore efficace et d'une moindre dépendance vis-à-vis de la demande étrangère¹ (les exportations allemandes représentent 47% de son PIB, contre 27% pour la France).

A l'été 2009, des signes d'amélioration conjoncturelle, non anticipés, sont apparus dans la plupart des pays industrialisés :

¹ Les exportations de l'Allemagne représentent 47% de son PIB contre 26% pour la France (29% pour le Royaume Uni et 13% pour les Etats Unis) ; toutefois les importations allemandes sont également plus importantes ; elles représentent 41% de son PIB contre 29% pour la France (32% pour le Royaume Uni et 17% pour les Etats Unis), (données 2008). Le degré d'internationalisation des grandes économies nationales, qui reste très différent entre chaque pays, n'est donc pas systématiquement favorable à la croissance, pour que cela apparaisse, encore faut-il que les exportations soient plus importantes que les importations.

Variation trimestrielle du PIB en 2009

(en%)	France	Allemagne	Italie	Zone €	RU	USA
08-4	- 1,4	- 2,4	- 2,1	- 1,8	- 1,8	- 1,4
09-1	- 1,3	- 3,5	- 2,7	- 2,5	- 2,4	- 1,6
09-2	+ 0,3	+ 0,3	- 0,5	- 0,1	- 0,8	- 0,3

Le recul du PIB en 2009 sera probablement moins prononcé que prévu, ainsi, pour la France, la prévision de l’INSEE est désormais d’un repli du PIB de 2,6% au lieu des -3% annoncés en juin 2009. La majorité des économistes n’en concluent pas pour autant au retour durable d’une croissance soutenue. En effet, la plupart des facteurs d’amélioration ne sont pas pérennes : c’est le cas des programmes de soutien budgétaire dont les effets ont été concentrés, pour l’essentiel comme on l’a vu, sur l’année 2009, de la baisse des prix à la consommation due à la chute des prix des matières premières, du pétrole² en particulier (ceux-ci sont repartis à la hausse, tirés à nouveau par la demande asiatique et le retour des capitaux spéculatifs) et de la baisse des taux d’intérêt (la baisse des taux courts a été impulsée par la baisse des taux directeurs des banques centrales qui n’ont plus désormais de marges de manœuvre significative, et celle des taux longs a été soutenue par les programmes de rachat des obligations publiques par les banques centrales, la FED en particulier -programme de rachat de 300 Md\$ qui sera achevé en octobre-) D’autres facteurs défavorables resteront à l’œuvre, comme la hausse du taux d’épargne des ménages³ la reprise de la hausse de l’euro contre le dollar et les conditions de l’amélioration, toute relative, des résultats opérationnels des entreprises, résultant surtout de la compression des masses salariales⁴, l’ajustement des marchés du travail n’en étant pas pour autant achevé, même dans les scénarios de sortie de crise, comme le montre le recul actuel de la productivité du travail. Finalement, le seul facteur favorable à la croissance est l’arrêt prévisible du mouvement de déstockage⁵ qui donne à l’arrêt de la récession constaté au second trimestre 2009, le caractère d’une reprise technique.

² Le prix du baril qui était de 50\$ début 2007, était monté jusqu’à 147\$ en juillet 2008, puis était retombé à 30\$ à la fin 2008, favorisant la décélération des prix de la consommation et contribuant à la préservation du pouvoir d’achat des ménages ; mais depuis le début 2009, il progresse fortement atteignant 70\$ en août 2009. L’indice des prix des matières premières (CRB) a progressé de 33% depuis son point bas du début mars 2009.

³ Cette hausse est particulièrement forte dans les pays à faible protection sociale :

Taux d’épargne nette des ménages

(%RdB)	France	Allemagne	Italie	Espagne	Royaume uni	USA
2007	15,6	16,7	14,2	10,2	2,2	0,6
2008	15,4	17,2	14,7	13,0	2,0	1,8
2009	16,1	17,5	15,1	16,6	5,6	5,4
2010	16,5	17,6	15,1	18,5	8,2	6,5

(Source : AMECO)

⁴ Cette amélioration ne doit évidemment rien à une reprise de l’activité, mais doit presque tout à la compression des coûts opérationnels, et notamment des coûts salariaux (renégociations des salaires et surtout ajustement des effectifs, qui ne se traduit encore que partiellement dans les statistiques du chômage, du fait du recours au chômage partiel et aux stages du type contrat de transition professionnel). De plus les entreprises semblent privilégier, notamment en France, la reconstitution des « free cash flow » (capacité d’autofinancement nette des investissements et des variations de stocks), ce qui en l’absence de reprise de l’activité, amplifie le recul de l’investissement et des stocks. Ces comportements, bien qu’appréciés par les marchés financiers, conduisent à relativiser l’amélioration des résultats comparés à ceux attendus par les analystes.

⁵ La vente des stocks a pesé, comme on l’a vu, sur la croissance. Son arrêt, voire la reconstitution des stocks à l’été 2009, est de nature à soutenir momentanément la croissance mais cet effet n’est pas durable, d’autant que l’industrie automobile a joué un grand rôle dans ces évolutions ; ainsi, dans le cas de la France elle est responsable de la moitié de la baisse des stocks observée du 4^o trimestre 2008 au premier trimestre 2009.

La fragilité de l'amélioration observée cet été est telle que certains, comme Laura Tyson plaident pour un nouveau plan américain et d'autres comme Joseph Stiglitz préconisant une intervention publique plus large (Les Echos du 17/8/09) « Le monde a besoin que tous les pays industriels s'engagent à adopter un nouvelle série de plans de relance ».

Comment interpréter le rebond de la croissance française au second trimestre 2009 ?

La France et l'Allemagne sont, parmi les grands pays industrialisés, les deux pays qui ont connu un rebond de croissance particulièrement marqué. Le rebond allemand s'explique bien par l'importance de son plan de relance et l'arrêt du recul des exportations mondiales. La performance française semble, au premier abord, paradoxale pour une économie pénalisée par ses mauvaises performances à l'exportation, la faiblesse de son plan de relance et l'importance de la compression des stocks réalisée par ses entreprises, alors que l'effet de ses stabilisateurs automatiques n'est qu'à peine supérieur à celui de l'Allemagne.

Il convient tout d'abord de rappeler que ce rebond de la croissance allemande sera insuffisant pour lui permettre d'échapper, en 2009, à une récession profonde, deux fois plus importante que celle attendue pour la France. Concernant ce dernier pays, l'examen détaillé des comptes du second trimestre montre tout ce que ce rebond doit à des effets de base et à des facteurs non pérennes (sauf inflexion profonde des politiques économiques) :

France : les comptes de la nation au second trimestre 2009

	PIB	Import.	Cm *	Capu **	Inv ***	Inv ****	Export
△ 09-2	+ 0,3	- 2,3	+ 0,3	+ 0,5	- 1,3	+ 0,1	+ 1,0
Acquis	- 2,4	- 10,0	+ 0,5	+ 1,0	- 6,8	- 3,3	- 11,4

(*) Consommation des ménages

(**) Consommation des administrations

(***) Investissement des ménages et des entreprises

(****) Investissement des administrations.

(Comptes trimestriels de la Nation – INSEE)

Malgré l'effet défavorable du déstockage, qui, au second trimestre, a encore contribué négativement à la croissance à hauteur de 0,6 point ; son rebond résulte tout à la fois de l'arrêt du repli de la demande intérieure (contribution nulle à la croissance), l'amélioration de la consommation des ménages ne permettant pas de compenser le recul de l'investissement privé, et de l'amélioration de la balance commerciale (contribution à la croissance de 0,9 point). Les effets du plan de relance, notamment les investissements publics (qui avaient diminué de 2,5% entre la fin du troisième trimestre 2008 et le début du second trimestre 2009), sont donc enfin apparus alors que le solde extérieur bénéficiait de l'arrêt du repli des exportations (de 9,1% entre la fin du troisième trimestre 2008 et le début du second trimestre 2009). La France, comme l'Allemagne, a donc pu profiter de la bouffée d'oxygène procurée par les plans de relance de ses partenaires, et des mesures nationales de soutien à la consommation des ménages, notamment de la prime à la casse. Il n'en reste pas moins que ces facteurs ne sont pas pérennes, et n'indiquent pas, un retour rapide aux niveaux d'activité antérieurs : le PIB français du second trimestre 2009 est encore de 2,6% en dessous de son niveau du second trimestre 2008 et le PIB allemand de 5,9%.

2- UN COMPORTEMENT DES BANQUES PEU FAVORABLE A LA CROISSANCE

Les restrictions de crédit, souvent évoquées comme « la » cause directe de la récession, n’ont jusqu’à aujourd’hui, pas joué de rôle important dans les évolutions conjoncturelles observées. L’exemple de la France est significatif :

Evolution des encours de crédit en France et dans la zone Euro

(GA *)	SNF **		Conso.		Logt ***		Total	
	Zone €	France	Zone €	France	Zone €	France	Zone €	France
2006	13,1	10,9	7,7	7,7	9,6	15,2	10,8	12,7
2007	14,4	14,8	5,3	5,1	7,1	13,0	11,2	14,9
2008	9,5	10,5	1,7	0,2	1,5	7,3	5,7	6,9

(*) Glissement annuel décembre/décembre en %. (**) Société non financière. (***) Logement

(Source : Rapport annuel de la Banque de France)

Malgré la crise financière, l’encours de crédit des agents privés a continué de progresser jusqu’au second trimestre 2009 ; cette progression s’est effectuée à un rythme qui s’est progressivement ralenti, plus du fait du repli des rythmes de la croissance économique qui a entraîné un freinage de la demande de crédit, que de la restriction de l’offre de crédit (interprétation confirmée par les enquêtes qualitatives auprès des banques). Les taux d’endettement des entreprises et des ménages ont donc continué à augmenter :

Evolution des taux d’endettement des agents privés français

Décembre	2002	2005	2006	2007	2008	Mars 2009
Ménages *	54,3	64,5	68,4	71,7	74,3	74,4
SNF **	113,8	112,5	114,8	115,6	121,5	123,8
dont crédits bancaires **	(76,4)	(74,8)	(86,4)	(84,1)	(89,1)	(89,8)

(*) % du revenu disponible brut – (**) % de la valeur ajoutée

(Source : Banque de France)

Depuis le second trimestre 2009, les premiers signes d’un recul des encours de crédit aux sociétés non financières apparaissent ; toutefois cette évolution doit être relativisée, car les grandes entreprises disposant d’un rating de qualité bonne à moyenne ont profité du dynamisme retrouvé des marchés obligataires pour se ré-endetter, substituant des financements de marché aux crédits bancaires⁶. Il n’en reste pas moins que pour la première fois, à la mi-2009, l’offre de crédit devient plus restrictive⁷.

⁶ Selon Thomson-Reuters, les émissions obligataires des sociétés non financières de l’ensemble des pays européens ont progressé de 133% sur les 7 premiers mois de 2009, comparés à la même période de 2008.(94% pour les sociétés non financières françaises). Ces appels aux marchés, favorisés par la chute des primes de risque, sont plus motivés par un objectif de consolidation des financements, que par des besoins réels de financement.

⁷ Ainsi, en France, les banques qui avaient bénéficié d’aides publiques s’étaient engagées sur une croissance de leurs encours de crédit au secteur privé de 3 à 4% en 2009. En juin 2009, elles ont demandé un assouplissement de cet engagement, notamment si la demande de crédit des ménages leur apparaissait insuffisante au troisième trimestre, soulignant que le principal facteur dissuasif provenait de la demande de crédit plutôt que du durcissement des conditions de son offre.

Le gouverneur de la Banque Centrale Européenne jugeait utile, le 13 juillet 2009, de mettre les banques en garde : « Nous rappelons les banques à leur responsabilité de prêter aux entreprises et aux ménages à des taux appropriés et dans des volumes suffisants »⁸. En effet, les banques, non seulement sont devenues plus sélectives dans leur comportement d'octroi des crédits, mais elles ont accru leurs marges de crédit en ne répercutant pas la baisse du coût de leurs ressources sur leurs taux débiteurs⁹. Les résultats des banques se sont donc sensiblement améliorés, en apparence du moins, cette amélioration résultant plus de leurs activités de marché, redevenues bénéficiaires, que de leurs activités de crédit, plombées par la hausse des provisions pour créances douteuses provenant des difficultés de leurs débiteurs.

3- LA CRISE FINANCIERE N'EST TOUJOURS PAS RESOLUE

Cette amélioration des résultats des banques est apparue suffisante pour que la plupart d'entre elles, malgré les réticences des régulateurs bancaires, envisagent de rembourser les aides publiques dont elles avaient bénéficié, afin de retrouver leur liberté de mouvement, et notamment pour restaurer les bonus de leurs dirigeants et de leurs traders. Les systèmes bancaires sont pourtant loin d'avoir achevé leur assainissement ; le FMI (« Global Financial Report », avril 2009), depuis le début de la crise, a dû constamment réévaluer à la hausse son estimation du coût des pertes provoquées par la crise financière sur les crédits et les titres financiers : ces pertes étaient estimées à 945 Md\$ en avril 2008, elles seraient aujourd'hui de 2712 Md\$ pour le seul système financier américain et de 4054 Md\$ pour le système financier mondial.

Evaluation des pertes du système financier de 2007 à 2010

(Md\$)	Total		Dont banques	
	Total	Dont hypothécaires *	Total	Dont hypothécaires *
Etats Unis	2712	1421	1604	810
Europe	1193	387	737	238

(*) Provenant des crédits et titres hypothécaires

(Source :FMI)

Les pertes du système financier américain ont globalement été plus importantes que celles du système financier européen ; aux Etats Unis comme en Europe, elles ont été supportées à hauteur de 60% environ par les banques, et de 40% par les établissements non bancaires (fonds de pension, fonds LBO, compagnies d'assurance, établissements publics, etc...).

⁸ La crainte d'un durcissement des conditions d'accès au crédit intervient alors que la BCE vient de proposer aux banques des financements à un an (au lieu de 6 mois) : Le 21 juin, elle leur a accordé ainsi 442 Md€ au taux de 1%, dépassant de 270 Md€ leurs besoins de réserves obligatoires. Les banques se sont ainsi mises en situation de sur-financement, et ont utilisé leur excédent de ressources pour 140 Md€ en accroissant de 140 Md€ leurs dépôts auprès de la Banque Centrale et en investissant le solde notamment en obligations souveraines rémunérées à 3,4%...

⁹ Selon les enquêtes de la Banque de France sur le coût du crédit (TEG), le coût des crédits immobiliers s'est accru de 0,4 point entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, et celui des découverts de 0,2 point. Quant aux crédits aux entreprises, sur cette même période, ils n'ont que peu baissé pour les PME : - 0,6 point pour les crédits à court terme, - 0,1 point pour les crédits à long terme, la diminution étant plus substantielle pour les grandes entreprises, capables de faire jouer la concurrence avec les financements de marché : -2,3 points pour les crédits de court terme, -1,9 point pour les crédits à long terme. (On utilise comme variable proxy du clivage entre PME et GE la taille des concours bancaires : Crédits de 45735 à 76 225€ assimilés à des crédits aux PME, crédits supérieurs à 1 524 490€ assimilés à des crédits aux GE). Ce comportement des banques, même s'il résulte pour partie du risque croissant pesant sur les crédits aux PME, n'en est pas moins préoccupant.

Toutefois, il apparaît que les banques américaines ont, davantage que les banques européennes, extériorisées leurs pertes en 2007-2008 et, en conséquence, ont dû se recapitaliser, d'abord sur ressources publiques, certaines en allant aussi sur les marchés : les banques américaines ont ainsi levé 391Md\$ de capitaux propres en 2007-2008, les banques de la zone euro 243Md\$ et celles du Royaume Uni 110Md\$.

Dans ces conditions, pour la période 2009-2010, la situation des banques européennes, bien que moins touchées par la crise financière, est plus défavorable que celle des banques américaines: alors que ces dernières ne devront extérioriser « que » 550 Md\$ de pertes supplémentaires sur cette période, les banques européennes devront extérioriser 950 Md\$, dont 200md\$ pour celles du Royaume Uni. En conséquence, selon le FMI, les besoins à venir de recapitalisation de banques européennes devraient être plus importants que ceux des banques américaines, et cela quel que soit le scénario économique, favorable ou défavorable :

Besoins de recapitalisation des banques en 2009-2010

Etats Unis : 275 à 500 Md\$

Zone euro : 375 à 725 Md€

Royaume Uni : 125 à 250 Md\$

Ces besoins de recapitalisation¹⁰ sont très élevés puisque, même en considérant le milieu de la fourchette définie par les scénarios macro-économiques extrêmes, ils représentent, pour les banques américaines le même montant que les recapitalisations effectuées de 2007 à 2008, pour les banques de la zone euro, deux fois les recapitalisations faites sur cette même période et une fois et demi pour les banques britanniques. Dans son rapport intérimaire de juillet 2009, le FMI, après avoir noté que la conjoncture était devenue plus favorable qu'en avril 2009, lorsque ses prévisions avaient été faites (diminution des risques de contreparties bancaires, redémarrage des marchés de la dette), n'en souligne pas moins que les problèmes de dépréciation d'actifs et les besoins de recapitalisation des banques persisteront au-delà de 2010 si le ralentissement de l'économie mondiale venait à s'aggraver ou à durer plus longtemps que prévu.

Si les estimations des pertes potentielles des banques américaines faites par le FMI et la FED sont voisines, la FED, à l'occasion de « stress tests » réalisés banque par banque pour les 19 plus grandes d'entre elles (50% du marché du crédit américain), n'a chiffré ces besoins, pour 10 d'entre elles, qu'à 74,6Md\$¹¹ puis les a autorisé à rembourser 68Md\$ de fonds publics reçus dans le cadre du plan de soutien financier de l'automne 2008 (Trouble Asset Relief Program) ; ces banques, pressées de retrouver leur liberté d'action, ont donc pratiquement réalisé un opération blanche....

¹⁰ Les régulateurs européens ont modifié les règles comptables afin d'éviter aux banques de provisionner les pertes de valeur constatées sur leurs actifs toxiques : Le 13 octobre 2008, avec effet rétroactif au 1 juillet 2008, l'IASB a accepté dans ce but que les banques changent de catégorie comptable ces actifs. Selon la Commission bancaire, les 7 principales banques françaises, sur l'exercice 2008, ont ainsi transféré 102,6 Md€ d'actifs, évitant ainsi d'extérioriser 3,8 Md€ de pertes, et autant de besoins de recapitalisation.

¹¹ Selon la presse américaine, les exigences finales de recapitalisation ont été finalement négocié banque par banque. Ainsi, les besoins de fonds propres de Bank of America d'abord évalués à 50 Md\$ par la FED ont été réduits à 33,9 Md\$, ceux de Citigroup, évalués à 35 Md\$ ont été réduits à 33,9 Md\$ et ceux de Wells Fargo, évalués à 17,3 Md\$ ont été réduits à 13,7 Md\$.

En Europe, les banques centrales européennes ont vigoureusement contesté les évaluations du FMI¹².

Estimation des pertes des banques de la zone euro de 2007 à 2010

(Md \$)	Selon FMI	Selon BCE
Pertes totales	904	649
Pertes et provisions annoncées	154	365
Montant restant à extérioriser	750	284

Dans son rapport sur la stabilité financière de juin 2009, la BCE chiffre à seulement 284 Md\$ les pertes potentielles supplémentaires attendues des banques de la zone euro pour 2009-2010, contre 750 md\$ prévus par le FMI. L'écart est étonnant, mais l'optimisme tout relatif de la BCE est tempéré par l'appel à la prudence qu'elle a adressé aux banques invitées à «tirer parti de tous les engagements pris par les gouvernements pour soutenir le secteur bancaire et renforcer leur capital ». Si les signes d'amélioration de la conjoncture observés cet été, ne sont pas les prémices de la sortie de la crise, mais un simple rebond technique (ce qui semble probable), la sortie de la récession a alors toutes les chances d'être rendue encore plus difficile par la fragilité persistante des banques, encore accrue par l'envolée des défauts sur les encours de crédit ; celle-ci renforce le risque d'un « credit crunch », souvent annoncé mais, jusqu'à aujourd'hui, inexistant. La consolidation du système bancaire reste donc un paramètre essentiel de la définition des stratégies de sortie de crise.

4- LA SOUTENABILITE DES POLITIQUES PUBLIQUES DE GESTION DE LA CRISE

Depuis 2007, les dépenses publiques ont surtout été alourdies par les plans de soutien budgétaire à la croissance, et le rétrécissement des bases fiscales et de l'assiette des cotisations sociales dues à la récession ; cet effet de ciseau expliquant l'ampleur de la dégradation des comptes publics, très différente selon les pays :

¹² Ainsi Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, a déclaré, en mai 2009 lors de son audition par la Commission des Finances du Sénat « La méthode suivie par le FMI consiste à raisonner comme si l'économie mondiale était calibrée exactement comme l'économie américaine » mais il ajoute cependant « Je ne peux pas garantir que les taux de provisionnement n'auront pas à être ajustés dans les trimestres qui viennent ... mais les dirigeants des banques françaises ont été prudents » En sens inverse, la Bundesbank, qui vient de décider de la création d'une « bad bank » afin de débarrasser les banques allemandes de leurs actifs toxiques, s'est déclarée inquiète du fait que seulement 25% de ces actifs avaient été dépréciés et que les 75% restant, évalués à 225 Md€, étaient valorisés dans les bilans bancaires à des hauteurs « irréalistes ». Le gouvernement et les entreprises allemandes se déclarent inquiets sur la capacité d'offre de crédit des banques.

*L'évolution des comptes publics entre 2007 et 2010 **

(pts de PIB)	Dépenses totales		Recettes totales		Soldes		Dettes brutes **	
	Variation	Niveau 2010	Variation	Niveau 2010	Variation	Niveau 2010	Variation	Niveau 2010
France	+ 3,5	55,8	- 1,7	47,9	- 5,2	- 7,9	+ 24,3	94,2
Allemagne	+ 4,5	48,6	- 1,5	42,4	- 6,0	- 6,2	+ 18,6	84,1
Italie	+ 3,7	51,6	- 0,6	45,8	- 4,3	- 5,8	+ 14,8	127,3
Espagne	+ 7,8	46,6	- 4,0	37,0	- 11,8	- 9,6	+ 26,0	68,2
RU	+ 10,0	54,1	- 1,2	40,2	- 11,3	- 14,0	+ 42,4	89,3
USA	+ 5,4	42,8	- 4,0	31,5	- 9,3	- 11,2	+ 26,4	89,3

(*) Administrations centrales, locales et Sécurité Sociale- Données consolidées- (**) Au sens de Maastricht, sauf Etats Unis, recalculée par l'OCDE

(Source : calculs de l'auteur d'après les prévisions de l'OCDE de juin 2009)

A l'horizon 2010, les déficits des administrations françaises, allemandes et italiennes se seront ainsi dégradés moitié moins que ceux de l'Espagne, du Royaume Uni ou des Etats Unis et leur endettement aura progressé bien au-delà des normes de Maastricht, et cela avec un scénario de sortie progressive de la crise au second semestre 2009. La question de la soutenabilité de cet endettement surgit aujourd'hui comme le paramètre essentiel de la définition des politiques économiques à engager à partir de 2010, alors même que le retour aux niveaux de croissance constatés avant la crise semble, comme on l'a vu, hypothétique.

Les Etats Unis, sous la pression du Congrès, se sont engagés à plafonner leurs déficits publics à 3% du PIB pour 2013. Pour sa part, dès mars 2009, la Commission Européenne a pris date en demandant à l'Eurogroupe d'ouvrir des procédures pour déficit excessifs contre la France, l'Espagne, la Grèce et l'Irlande, tout en admettant, comme le permet le Pacte de stabilité révisé, une certaine souplesse pour le retour à la norme d'un déficit budgétaire de 3%, retour fixé à 2010 pour la Grèce, à 2012 pour la France et l'Espagne et 2013 pour l'Irlande. En juin 2009, le ministère français du budget publie un scénario d'évolution des comptes publics qui, à l'horizon 2012, est certes plus restrictif que celui des organisations internationales, mais reste éloigné des objectifs bruxellois, puisque, à l'horizon 2012, il se donne un objectif de déficit de 5 à 5,5% du PIB et un objectif de dette publique de 88% du PIB. La France plaide pour une nouvelle approche du Pacte de Stabilité, estimant qu'il fallait isoler le déficit provoqué par la crise (déficit conjoncturel provenant pour l'essentiel du plan de relance et des moins values fiscales) représentant environ 60% du déficit total) et s'attaquer au déficit « structurel ». En juin 2009, l'Allemagne et les Pays Bas refusent cette approche, entraînant l'Eurogroupe ; Joachim Almunia, commissaire européen aux affaires économiques, précisant même que « au cours des deuxième et troisième trimestres 2010, nos économies commenceront en moyenne à afficher une croissance du PIB. Ce sera le moment de commencer à mettre en œuvre une stratégie de sortie de crise ».

Le débat porte donc bien sur le diagnostic de sortie de la crise et la perpétuation des mesures de soutien de la croissance. Il remet en cause la doctrine européenne qui ne s'attache qu'à la dette publique, la mauvaise dette, qui risque d'évincer la dette privée, la bonne dette. Or on a vu que si la crise financière n'a pas encore compromis les possibilités d'endettement des agents privés, le risque est grand que cet état de chose ne perdure pas. Dès lors, les politiques de soutien de la croissance, qui consistaient à substituer de la dette publique à la dette privée, conserveraient toutes leur pertinence, tant que l'on n'aurait pas retrouvé un rythme de croissance soutenable, c'est-à-dire compatible avec un niveau acceptable de chômage et la sauvegarde du tissu industriel national.

Toutefois, la perpétuation des politiques de soutien de la croissance vient buter sur la question, au cœur du débat actuel, sur la définition des politiques économiques et de la soutenabilité de la hausse de l'endettement public. En effet, les pays industrialisés se trouveraient devant un dilemme : si la croissance n'était pas au rendez-vous, ils ne pourraient restaurer l'équilibre de leurs finances publiques qu'en augmentant les prélèvements sur les revenus des ménages, et donc en pénalisant leur consommation et leurs investissements et, in fine, la croissance ; s'ils décidaient de poursuivre leur soutien à la croissance, la hausse des besoins publics de financement serait telle que les investisseurs privés exigeraient des primes de risque telles que la hausse des taux à long terme compromettrait la sortie de la crise. Posé en ces termes, ce dilemme ne peut être tranché qu'en recommandant l'arrêt des mesures de soutien public à la croissance, l'action publique se bornant à minimiser les coûts sociaux les plus douloureux, jusqu'au retour spontané de la croissance. L'un des moyens, parfois avancé pour résoudre ce dilemme, est d'en sortir par l'inflation, en monétisant les financements publics, c'est-à-dire en les finançant par la création de monnaie par les banques centrales, ce que les Etats Unis ont commencé à faire. Toutefois cette échappatoire aurait toutes chances, si elle se généralisait, de déboucher sur un niveau d'inflation et de taux d'intérêt qui briserait toute velléité de reprise de la croissance.

Posé en ces termes, le débat de politique économique ne peut déboucher que sur la résignation à la hausse du chômage et à la destruction du tissu industriel. Or comme on l'a noté, les politiques de soutien public à la croissance ont consisté, pour l'essentiel, à substituer de la dette publique à de la dette privée sans accroissement marqué des besoins de financement de l'ensemble de l'économie, , c'est-à-dire des agents publics et privés, comme le montre l'évolution du solde des balances courantes :

Le solde de la balance courante est l'expression du besoin ou de la capacité de financement d'une économie

Il est équivalent de calculer le besoin de financement d'une économie comme la somme des besoins et des capacités de financement des ménages, des entreprises et des administrations ou comme le solde de la balance des opérations courantes. Cette équivalence se démontre, de façon simplifiée, facilement : Soit l'équation de l'égalité des emplois et des ressources d'une économie :

$$C + FBCF + X = PIB + M$$

(avec C = consommation, FBCF = investissement, X = exportations de biens et services, M = importations de biens et services)

On en déduit, le solde de la balance courante :

$$X - M = PIB - C - FBCF$$

(PIB - C) représente l'épargne nationale (part du revenu national qui n'est pas consommée). Un solde négatif de la balance courante retrace donc la part de l'investissement qui ne peut être financé par l'épargne nationale, et qui doit donc l'être par un appel aux financements de l'étranger. La seule vraie dette d'une économie est donc sa dette extérieure, la dette intérieure n'étant pour l'essentiel, que l'expression des transferts d'épargne entre agents intérieurs. Ainsi le Japon, grâce à l'importance de son épargne domestique, est capable de financer une dette publique très lourde (190% de son PIB) en ne recourant que marginalement à l'endettement extérieur (7% de sa dette publique, alors que l'étranger finance près de 50% de la dette publique française).

Soldes de la balance des opérations courantes

(%PIB)	2007	2008	2009	2010
France	- 1,1	- 1,9	- 1,5	- 1,5
Allemagne	+ 8,0	+ 6,6	+ 2,8	+ 3,0
Italie	- 2,4	- 3,4	- 4,0	- 4,0
Espagne	- 10,0	- 9,5	- 6,1	- 5,6
Royaume Uni	- 2,9	- 1,7	- 2,6	- 2,4
Grèce	- 14,2	- 14,4	- 12,9	- 13,4
Etats Unis	- 5,3	- 4,7	- 2,3	- 2,4

(Source : OCDE, juin 2009)

La plupart des grands pays industrialisés ont donc financé la hausse de leur endettement public par un appel modéré aux investisseurs étrangers, pour des montants comparables à ceux pratiqués avant la crise ; les capacités de financement des agents privés, celle des ménages étant en général en hausse sous l’effet de la récession, (hausse des taux d’épargne comme on l’a vu et baisse des investissements en logements) et celle des entreprises par la baisse de leurs besoins de financement (du fait du recul de leurs investissements). Dans ces conditions, on comprend que le coût de la dette publique n’ait pas reflété durablement une aversion croissante au risque des investisseurs étrangers, à l’exception de quelques pays comme la Grèce¹³ et dans une moindre mesure l’Espagne, où la hausse des primes de risque reflète des inquiétudes, qu’il ne faut pas surestimer, sur leur solvabilité (tableau ci-dessus).

5- POUR CONCLURE

Le caractère keynésien des politiques économiques suivies n’a pas été suffisamment affirmé puisque la hausse des dépenses publiques n’a pas permis de compenser la baisse des dépenses privées. Si, comme cela est vraisemblable, la sortie durable de la crise n’est pas prochaine, le diagnostic selon lequel les politiques publiques ont atteint leurs limites doit être rejeté. Deux domaines d’action doivent alors être explorés, l’un de nature conjoncturelle, l’autre de nature plus structurelle :

- d’une part, le risque d’une déflation mondiale, de type japonais, ne pouvant être totalement écarté, la poursuite des politiques de soutien de la croissance devrait être envisagée, et cette fois, décidée de façon coordonnée par l’ensemble des pays industrialisés¹⁴. Nous adhérons donc à la thèse selon laquelle le prochain G20 devrait inscrire ce sujet à son ordre du jour. Toutefois la réalisation de l’équilibre mondial des besoins et des capacités de financement ne pourra qu’être facilité par la remise en cause du caractère aujourd’hui quasi systémique, du fait de l’importance des montants en jeu, de la satisfaction des besoins de financement de l’économie américaine par l’épargne chinoise, ce qui devrait se traduire par un amenuisement du rôle moteur, pour la croissance mondiale, de l’économie américaine amenée à restaurer son épargne domestique, et par une diminution des excédents de la balance commerciale chinoise, le mode de croissance de ce pays

¹³ La prime de risque sur les émissions de dettes publiques de la Grèce, qui avait dépassé 300 pb en début d’année, est revenue à un niveau plus « normal » de 100 pb cet été.

¹⁴ Comme le souligne la BRI dans son dernier rapport annuel « On peut donc raisonnablement craindre que la relance actuelle ne permette qu’un redémarrage temporaire de la croissance, suivi d’une période de stagnation » (chapitre 4).

reposant davantage sur sa demande intérieure¹⁵. Face à cette redistribution des pôles de croissance mondiaux, tous les pays ne seront pas égaux, ce qui devra nécessiter un effort d'adaptation (politiques industrielles) de la part des pays les moins armés pour répondre à la nouvelle donne ;

- d'autre part, il n'est plus possible que le chantier de la restauration des moteurs internes de la croissance ne soit pas ouvert notamment en agissant sur le partage salaire-profit et sur les inégalités salariales afin de redonner à la demande des ménages son rôle d'impulsion de la croissance¹⁶. La mise en œuvre de ce chantier serait elle aussi plus efficace, si la concurrence des systèmes productifs reposait moins sur les coûts salariaux et sur la fiscalité ; une véritable réforme des modes mondiaux de régulation, dépassant notamment celle de l'OMC, est donc nécessaire. Par ailleurs, le dogme de la stabilité, voire de la diminution des prélèvements obligatoires devra être remis en question pour atteindre les objectifs assignés aux politiques publiques d'inflexion du partage salaire-profit et de réduction des inégalités. La sortie de la crise de 1929 a été permise par une véritable révolution des modes de croissance, qui ne s'est achevée qu'après la seconde guerre mondiale ; la sortie de la crise actuelle, qui pourrait être potentiellement aussi grave, exige des réformes d'une ampleur comparable ; il appartient à la classe politique et aux partenaires sociaux d'investir ce chantier.

Michel Fried

¹⁵ Selon le FMI, en 2007, les Etats Unis ont accaparé 49,2% des importations de capitaux dans le monde, les fournisseurs de capitaux étant la Chine (21,3%) suivie par l'Allemagne (14,5%), le Japon (12,1%) et l'Arabie Saoudite (5,5%). Si la Chine est le deuxième fournisseur de capitaux des Etats Unis derrière le Japon, elle est le principal souscripteur des titres publics : en avril 2009, elle détenait 760 Md\$ des obligations du Trésor américain contre 500 Md\$ un an auparavant (non compris les titres émis par les agences publiques du type Fannie Mae, Ginnie Mae ou Freddie Mac).

¹⁶ Ce point fait l'objet du prochain cahier Lasaire à paraître.