

La logique d'une crise : le mistigri des défauts de solvabilité

Michel FRIED¹

Les caractéristiques de la crise actuelle n'en font pas une crise comme les autres du fait de la profondeur de la crise financière, de l'ampleur de la récession et de son extension à l'ensemble des pays industrialisés. En 2009, le PIB de l'ensemble des pays industrialisés s'est replié, selon le FMI, de 3,4 % et celui de la zone euro de 4,1 % ; ce recul a été assez différent selon les pays, de 5 % environ dans des pays comme l'Allemagne, l'Italie ou le Royaume-Uni, alors qu'en France, il n'a pas dépassé 2,5 %. La gestion de la crise a provoqué une véritable explosion des dettes publiques au-delà des normes jugées jusqu'alors acceptables, notamment par les pays de l'Union européenne qui ont largement outrepassé les plafonds fixés par le traité constitutionnel.

Le présent article entend montrer que la crise actuelle est inhérente aux limites du nouveau régime de croissance, créé par l'instauration simultanée d'un nouveau modèle bancaire et de nouvelles normes de gestion des entreprises, et cela dans le contexte de profonds déséquilibres macroéconomiques (I). Ce nouveau régime de croissance a buté sur la progression des risques d'insolvabilité, qui ont touché successivement les agents privés, y compris les établissements financiers, puis publics (II).

1. Membre de l'Association Lasaire. Les analyses présentées ici ont été débattues au sein de l'association Lasaire, qui a publié sur son site (www.lasaire.net) plusieurs notes et « cahiers » autour des thèmes évoqués. L'auteur est le seul responsable du présent article. Cette note a été achevée de rédiger fin octobre 2011, à un moment où la crise ouverte en 2007 connaissait d'importants rebondissements.

I. La mutation du modèle de croissance

Le nouveau modèle de croissance repose à la fois sur la mutation du modèle bancaire (I.1), de la finance intermédiée à la finance directe, et sur de nouvelles normes de gestion des entreprises (I.2), qui ont désormais tendance à modifier le partage profits/salaires au détriment des seconds.

I.1. La mutation du modèle bancaire

Le modèle bancaire traditionnel, développé surtout dans les pays d'Europe continentale, a été impacté par la dérégulation financière et le développement des financements de marché. Cette mutation est le produit d'une volonté politique étayée par la croyance que la finance directe (les marchés) était par essence plus efficiente que la finance intermédiée (les banques). En conséquence, il s'agissait d'impulser la première en supprimant les obstacles à son développement afin d'accroître l'efficacité du système financier et sa résilience, espoirs que la crise actuelle a déçus.

Le modèle bancaire traditionnel

La prééminence de la banque traditionnelle sur la finance directe s'expliquait par ses avantages concurrentiels sur la finance de marché ; ceux-ci provenaient :

- de sa capacité à financer la croissance économique indépendamment de la constitution d'une épargne préalable (puisque, dans un système de finance intermédiée, les crédits font les dépôts) ;
- de sa capacité à proposer des financements dont les caractéristiques sont différentes de celles de leurs ressources, permettant aux secondes de satisfaire aux exigences de liquidité et de sécurité des déposants et aux premières de répondre aux souhaits des emprunteurs, notamment en termes de durée des engagements ² ;
- de sa proximité avec ses clients, ce qui lui donne accès à une information privée ³ lui permettant d'évaluer leur solvabilité mieux que les marchés ;
- du monopole de son accès à la monnaie banque centrale, privilège qui la différencie des autres agents économiques.

Du fait de leur rôle dans la croissance et les équilibres économiques, les activités de banque commerciale sont encadrées à la fois par les autorités de contrôle prudentiel qui veillent sur la solvabilité de chaque banque et par la

2. Ce faisant, les banques transforment des crédits totalement illiquides jusqu'à leur terme en des dépôts parfaitement liquides (sous réserve de la solvabilité de la banque). Le désajustement entre les caractéristiques des actifs et des passifs bancaires expose toutefois les banques à un risque particulier, dit de transformation.

3. Cette information est collectée non seulement à l'occasion de l'examen des demandes de crédit mais résulte aussi de la gestion des moyens de paiement. L'information privée ainsi collectée est produite en continu, ce qui lui donne un caractère irremplaçable pour l'appréciation sur le moyen et long terme des risques de crédit.

banque centrale qui régule le volume des crédits en fonction des objectifs de la politique monétaire.

Les banques, jusque dans les années 1990, apparaissaient donc comme des agents économiques très particuliers, soumis à un strict contrôle prudentiel justifié par leur responsabilité dans la stabilité de la croissance et bénéficiant d'une garantie publique implicite de solvabilité qui leur permettait de se satisfaire d'une rentabilité médiocre.

Encadré 1

Le contrôle prudentiel des banques

La prise de conscience du rôle particulier des banques date de la crise de 1929 : 9 000 banques ont alors fait faillite aux Etats-Unis, entraînant le risque d'un blocage des transactions et des financements de l'économie. Après cette crise, le cumul, dans une même entité, des activités de banque commerciale (banque autorisée à recevoir des dépôts) et de banque d'affaires fut interdit en 1933 aux Etats-Unis (Glass Steagall Act) et en France en 1945 seulement, car le sujet était moins sensible, les activités de marché étant peu développées. Ce strict cantonnement des activités bancaires s'est progressivement érodé au profit d'un modèle de banque universelle, mais n'a totalement disparu aux Etats-Unis qu'en 1999 (Gramm Leach Bliley Act) en permettant à un conglomérat bancaire, prenant la forme d'une *holding*, d'exercer des fonctions de banque commerciale et de banque d'investissement, alors qu'en France les statuts particuliers d'intermédiaires financiers n'ont disparu définitivement qu'au milieu des années 1980 (loi bancaire).

La prise de conscience des risques entraînés par la défaillance d'une ou plusieurs banques s'est aiguisée après une défaillance bancaire particulièrement sévère en 1973, et, l'année suivante, les grands pays industrialisés (le G10) confiaient à un comité spécialisé, dit de Bâle, créé sous l'égide de la Banque des règlements internationaux, le soin d'élaborer des règles internationales garantissant la stabilité du secteur bancaire.

Ces travaux ont débouché en 1988 sur un premier corps de règles concernant surtout l'adéquation entre le niveau des fonds propres et celui du risque de crédit (ratio Cooke évalué de façon forfaitaire) sans référence à une analyse du risque prévisible, puis, en 2004 (Bâle II), ces règles ont été réformées : les risques de crédit sont alors mesurés soit par des modèles sophistiqués réalisés par les banques elles-mêmes, mais validés par les autorités prudentielles, soit en recourant à l'expertise des agences de notation. Les risques de marché sont désormais pris en compte, au-delà de la seule mesure du risque de contrepartie ainsi que les risques dits « opérationnels » imputables à l'organisation de la banque. La crise actuelle manifeste les insuffisances des normes Bâle II, qui ont notamment sous-estimé les risques de liquidité pesant sur les actifs bancaires, ainsi que les risques de crise systémique. La crise a impulsé l'élaboration de nouvelles normes prudentielles, dites Bâle III, alors même que les normes de Bâle II n'étaient pas encore totalement applicables en Europe et ne devraient l'être (en principe) aux Etats-Unis qu'en 2012.

Les réformes libérales des années 1980 vont éroder progressivement le modèle bancaire traditionnel, et susciter le développement d'intermédiaires financiers non régulés, les « *shadow banks* » (banques d'investissement, *hedge funds*...); l'interpénétration de plus en plus étroite de ces deux branches de l'industrie financière, soit au sein de mêmes entités (modèle européen de la banque universelle), soit entre établissements différents, sera l'une des raisons de la crise.

L'émergence du nouveau modèle bancaire

La mutation du modèle bancaire traditionnel a débuté au milieu des années 1980, quand la nouvelle doctrine financière dominante a considéré que les marchés financiers étaient mieux à même que les banques de réaliser une allocation optimale des financements en confrontant, sans intermédiaire, l'offre d'épargne et la demande de financement. Les réformes entreprises ont alors visé à rapprocher la réalité des marchés financiers de leur

Encadré 2

L'efficacité des marchés

La croyance dans l'efficacité des marchés n'est pas vérifiée empiriquement ; or, il s'agit d'un point fondamental pour que, selon la théorie financière standard, les marchés soient spontanément rééquilibrants. Deux types d'explications sont avancés pour expliquer l'inefficacité des marchés :

- d'une part, l'existence de comportements mimétiques des investisseurs qui provoquent la formation des bulles d'actifs, c'est-à-dire de situations où les prix du marché divergent des valeurs fondamentales (valeur actualisée des revenus procurés par les actifs) ; ces comportements sont parfaitement rationnels car, si les investisseurs ne suivaient pas l'opinion dominante, ils s'exposeraient à un risque de perte quasi-certain, puisque c'est la majorité des investisseurs qui « font » les prix : ces comportements sont donc autoréférentiels (Orléan, 1999) ;
- d'autre part, des travaux très divers, regroupés sous le nom de « finance comportementale », élargissent les concepts de rationalité des investisseurs en expliquant que leurs investissements peuvent dépendre d'anticipations indépendantes des « fondamentaux » qui ne jouent plus alors leur rôle d'ancrage dans la détermination du prix des actifs (Rainelli-le-Montagner, 2006 ; Sapir, 2005).

L'abandon de la croyance dans l'efficacité des marchés a des conséquences importantes dans deux domaines : celui de la politique monétaire, car cette croyance justifie que les banques centrales n'aient pas à se préoccuper des bulles financières, puisque les marchés efficaces sont présumés être des marchés auto-stabilisants, au sens où les prix reviendraient spontanément vers leurs valeurs fondamentales (Orléan, 2004), et celui de l'évaluation facile et rationnelle des risques de marché, puisque les prix, supposés suivre une marche au hasard, ne réagissent qu'à de nouvelles informations imprévisibles (les informations anciennes étant déjà dans les prix).

description théorique par la doctrine libérale : il s'agissait de supprimer tous les verrous afin de permettre la multiplication des innovations financières et de construire un *continuum* de marchés « parfaits » et « complets »⁴.

La déréglementation de l'activité financière a été la condition de la construction de ce nouveau système financier ; elle a permis tout à la fois d'étendre l'utilisation des instruments financiers existants, et surtout, elle a suscité le développement d'une vague d'innovations financières sans précédent. Les agents non financiers disposent ainsi de nouveaux instruments leur permettant de mieux sécuriser les aléas de leurs stratégies de croissance (risques de change, de variation des prix de leurs approvisionnements, de taux d'intérêt...) et d'optimiser et sécuriser leurs placements financiers. L'ingénierie financière devient désormais une composante essentielle de leur activité, mais son développement exige la présence d'une finance purement spéculative (et non régulée) afin d'équilibrer l'offre et la demande de ces nouveaux produits⁵. On découvrira cependant que la nécessaire présence de ces spéculateurs est loin de contribuer systématiquement à l'équilibre des marchés financiers et donc à la stabilité du nouveau régime de croissance.

Pour répondre à la nouvelle concurrence des marchés, les banques ont mobilisé leur capacité d'ingénierie financière pour proposer à leurs clients un nouveau modèle bancaire souvent appelé « *originate and distribute* », où la conception (*originate*) des opérations de marché représente une part importante d'une offre de financement et de placement individualisée et plus complexe. Cette réaction des banques leur a permis de reconstruire un avantage concurrentiel⁶ sur la finance directe, mais n'a pas accru la résilience du système financier dans son ensemble ; les produits financiers innovants ainsi créés sont des produits répondant en général aux besoins d'une catégorie de clients. Ils ne sont donc pas standardisés et, en conséquence,

4. Les marchés sont dits parfaits si tous les investisseurs disposent à égalité de toute l'information leur permettant de prendre leur décision d'investissement. Alors, selon l'expression consacrée, les prix qui s'établissent contiennent toute l'information disponible. Les marchés sont dits complets si les investisseurs peuvent arbitrer leurs investissements sur l'ensemble des marchés particuliers qui doivent donc tous exister et dont l'accès ne doit pas être gêné par des contraintes réglementaires. Alors la théorie financière nous affirme que, puisque les marchés sont parfaits et complets, ils sont efficients et aucun investisseur n'est en mesure de constituer un portefeuille dégageant une rentabilité supérieure à celle du marché et tous les investissements rentables sont financés au meilleur prix.

5. A titre d'exemple, un contrat d'achat à terme de devises peut être utilisé pour protéger des revenus perçus en devises des variations des taux de change (le gain réalisé sur la vente à terme compensant exactement la perte de valeur des revenus). Le marché de ces contrats dérivés sera équilibré si les besoins de protéger un achat libellé en devises sont exactement d'un même montant que les besoins de protéger une vente libellée dans cette même devise. Il n'y a pas de raison pour que les besoins de protection des flux de revenus et des flux de dépenses soient du même ordre de grandeur, en sorte que l'équilibre du marché repose sur la présence de spéculateurs qui vont acheter ou vendre ces contrats « nus », sans autre but que de réaliser une plus-value.

6. Comme le rappelle Cohen (2010), les banques, notamment américaines, ont actionné avec succès leur capacité de *lobbying* pour mettre en échec les tentatives de réguler les produits dérivés. Après avoir réussi à bloquer les mesures susceptibles de les gêner, elles ont obtenu en 1992 que l'organisme régulateur de ces activités, la CFTC (Commodities Future Trading Commission), sorte de sa compétence les produits négociés de gré à gré.

ils ne peuvent être négociés sur des marchés organisés : négociés de gré à gré, ils ne présentent donc pas la sécurité des produits, nécessairement plus simples, négociés sur des marchés organisés ⁷.

Encadré 3

**L'exemple des réformes monétaires
et financières françaises de 1983 à 1987**

Ces réformes ont, en quelques années, bouleversé le paysage financier français. Deux objectifs étaient explicitement poursuivis : réaliser un *continuum* de marchés financiers du court au long terme, et insérer l'économie française dans le monde de la globalisation financière en levant les restrictions sur les mouvements de capitaux. Il s'agissait tout à la fois de bénéficier des avantages d'efficience inhérents à l'existence de marchés parfaits et complets, d'impulser la création de nouveaux produits financiers, et aussi de créer les conditions permettant de remplacer une politique monétaire reposant sur le contrôle du crédit (rendu moins efficace par le développement de la titrisation) par une politique agissant sur les taux d'intérêt.

C'est ainsi qu'ont été créés les instruments de court terme manquants : les certificats de dépôt, les billets de trésorerie, les bons à moyen terme, les bons du trésor négociables. C'est aussi à cette période qu'ont été créés de nouveaux titres dérivés de titres existants, tels que les certificats d'investissement, résultat de la scission des actions en un titre permettant de recevoir un revenu sans bénéficier du droit de vote ou, au contraire, de créer des titres composites comme les actions à bon de souscription d'actions, jusqu'au moment où la création de nouveaux titres financiers fut totalement libéralisée par la suppression de la procédure réglementaire d'autorisation.

De nouveaux marchés réglementés tels que le MATIF (Marché à terme d'instruments financiers), le MONEP (Marché des options négociables de Paris) ou le Second Marché destiné à permettre aux entreprises moyennes d'accéder à la Bourse ont également été mis en place pendant cette période.

Enfin, c'est à cette même époque que la loi bancaire a supprimé les différentes catégories d'intermédiaires financiers, notamment celles de banque de dépôt et de banque d'affaires ou d'intermédiaire financier non bancaire, habilitant tout établissement agréé à réaliser toutes les opérations financières et donnant un contenu explicite au modèle de banque universelle.

7. En termes de contrats notionnels, 85 % des produits dérivés sont négociés de gré à gré. Ces opérations exposent les intervenants au risque de défaut de l'une des parties, alors que sur un marché organisé, les ordres sont centralisés et l'existence de « chambres de compensation » protège les acheteurs et les vendeurs du risque de défaut des participants en exigeant de ceux-ci le versement de dépôts de garantie (appel de marge) réévalués en fonction de l'évolution des prix des actifs échangés. Dans le cas de produits s'échangeant sur des marchés inorganisés, dits OTC (Over The Counter), les contractants ne bénéficient pas de garantie de règlement, en sorte que la liquidité de ces marchés, qui dépend de la solvabilité des acteurs, peut s'effondrer si ceux-ci se trouvent en situation de devoir vendre leurs titres au comptant pour remplir leurs obligations contractuelles, provoquant un effondrement des cours. La généralisation des marchés organisés ne garantit pas la disparition des risques de marché, puisqu'elle ne fait que transférer aux chambres de compensation les risques d'insolvabilité des acteurs de marché.

Les banques ont également utilisé ces nouveaux produits financiers pour leurs propres besoins de gestion interne afin de se protéger de l'insolvabilité de leurs clients en utilisant des produits d'assurance⁸ et en titrisant leurs crédits, notamment les plus risqués. Selon la doctrine alors dominante, l'utilisation des CDS et des produits de titrisation devait permettre de réduire leurs besoins de fonds propres pour le plus grand profit de leurs actionnaires, de diminuer leurs coûts d'intermédiation pour le plus grand profit de leurs clients et enfin d'améliorer la liquidité de leur bilans ; en un mot, le système financier était censé être devenu plus stable et plus efficace⁹...

Les promesses du nouveau modèle bancaire semblent alors être au rendez-vous à un double titre : d'une part, parce que les innovations financières ont permis aux banques d'accroître leur capacité de prêt sans augmenter leur base de dépôts, et, d'autre part, parce que le système financier serait devenu plus résilient.

Encadré 4

Les opérations de titrisation

La titrisation consiste à regrouper des crédits en des paquets plus ou moins homogènes, conçus pour s'adapter aux profils de risques des investisseurs, acquéreurs de ces paquets ; ceux-ci sont cédés (sortis du bilan des banques) à un « véhicule » créé par la banque, qui va mettre sur le marché des titres représentatifs de ces paquets. Les risques de ces titres, dénommés ABS (Asset Back Securities), sont évalués, de façon externe, par des agences de notation, et sont disponibles pour les investisseurs. Les règles comptables permettent de ne pas consolider les véhicules dans les comptes, bien qu'ils apparaissent souvent comme une émanation de la banque qui les a créés et qui, souvent, les finance, en garantissant la liquidité et assure le service de placement de leurs titres. On a pu constater lors de la crise que la défaillance d'un véhicule qui, bien que sorti du bilan, apparaissait comme la « chose » de la banque, contraignait celle-ci à le renflouer, bien qu'elle n'y soit pas tenue juridiquement, afin de préserver sa réputation. A la différence des CDS, la titrisation présente pour la banque un avantage supplémentaire : elle améliore la liquidité de ses actifs puisqu'elle permet de monétiser les contrats de prêt avant leur échéance. Les opérations de titrisation ont atteint leur maximum, aux Etats-Unis, en 2007, avec un montant de 3 000 milliards de dollars (dont les deux tiers adossés à l'immobilier) ; en Europe, leur montant était estimé, cette même année, à 711 milliards d'euros.

8. Il s'agit des CDS (Credit Default Swaps). Ces contrats vendus par quelques assureurs assurent l'acquéreur, moyennant le versement d'une prime (appelée *spread* du CDS) en cas d'« événements de crédit » qui peuvent être le défaut de l'emprunteur ou le déclassement de sa note.

9. Alan Greenspan, Président de la FED de 1987 à 2006, se réjouissait du développement des CDS, déclarant : « Un instrument de marché qui déplace le risque pour des émetteurs de crédit [les banques] fortement endettés peut se révéler déterminant pour la stabilité économique surtout dans le contexte de la mondialisation » (*The Economist*, 2008).

En fait, le nouveau modèle bancaire a fragilisé l'ensemble du système financier. Comme on ¹⁰ l'a découvert tardivement, les principaux acquéreurs de produits titrisés ont été les banques elles-mêmes, en sorte que les risques de crédit n'ont été externalisés que très partiellement. Les banques ont également accru la part de leurs ressources provenant des marchés pour compenser l'érosion des dépôts, concurrencés par des placements plus rémunérateurs, ainsi que la part de leurs actifs investie en titres financiers.

Cette marchandisation de leurs bilans a fragilisé les banques car la majorité de leurs actifs et passifs sont composés de titres financiers, en grande partie comptabilisés en valeur de marché (*fair value* ¹¹) fluctuantes, alors que, dans le modèle bancaire traditionnel, l'essentiel des bilans était composé de dépôts et de crédits dont la valeur était indépendante des fluctuations des marchés financiers.

La pénétration du nouveau modèle bancaire a été plus tardive dans les pays d'Europe continentale que dans les pays anglo-saxons. Dans ces derniers pays, les crédits bancaires ne représentent que 35 à 40 % des financements externes des agents non financiers. Dans les pays d'Europe continentale, il y a vingt ans, ils en représentaient 70 à 80 % ; aujourd'hui, ils n'en représentent plus que 35 à 40 %, à l'exception notable de l'Allemagne où ils atteignent encore 58 % (Castel, 2010).

Tableau 1. La nouvelle nature de l'intermédiation bancaire (2000)

Crédit bancaire (en % du total des financements externes)	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	UE **
Agents non financiers :	57,5	34,1	33,5	41,7	42,6
dont sociétés non financières	79,0	44,5	72,8	52,3	60,9

* Total des crédits reçus par les agents non financiers (ANF) ou les sociétés non financières (SNF). Les autres financements externes proviennent soit des marchés, soit des agents non financiers résidents, soit du reste du monde.

** 13 pays de l'Union européenne.

Source : Capelle-Blancard, Couppey-Soubeyran (2003).

Note de lecture : en Allemagne, les agents non financiers ont recours à hauteur de 57,5 % de leurs financements externes aux crédits bancaires et parmi eux, les SNF à hauteur de 79 %.

Certains analystes (Capelle-Blancard, Couppey-Soubeyran, 2003) ont pu considérer que si, prise au sens strict, l'intermédiation bancaire avait reculé, en revanche l'acquisition par les banques des titres émis par les agents non financiers leur avait presque permis de conserver indirectement leur place dans le financement des économies ; il semble plus juste de considérer que la désintermédiation des crédits a transformé la nature de l'activité

10. Ce « on » concerne notamment les régulateurs...

11. La valeur de marché, ou plus précisément la juste valeur (*fair value*), fait l'objet d'une définition stricte par les normes comptables (IFRS) ; il s'agit du « montant pour lequel un actif pourrait être échangé ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normales ». Cette définition permet, dans les cas où les marchés sont illiquides ou ne remplissent pas les conditions décrites, d'utiliser un modèle fournissant la valeur qui se déterminerait sur de tels marchés.

bancaire, réduisant le poids relatif des crédits, sans réduire proportionnellement, bien au contraire, le niveau de risque des banques du fait de la marchandisation des bilans bancaires.

1.2. De nouvelles normes de gestion des entreprises, favorables aux actionnaires, au cœur du nouveau modèle de croissance

Un nouveau modèle de croissance s'installe progressivement durant les années 1980, en profonde rupture avec le modèle fordiste antérieur. Les effets dépressifs de ce nouveau mode de gestion des entreprises, à l'origine du déplacement du partage salaire-profit, seront en partie compensés par l'accroissement de la dette des ménages et des entreprises.

Les stratégies d'entreprise ne sont plus déterminées¹² par la recherche de compromis entre les parties prenantes de l'entreprise, notamment entre les salariés et les actionnaires, mais par la domination des intérêts de ces derniers et par la recherche de résultats rapides (« court-termisme »), car les actionnaires peuvent à tout moment adapter la composition de leur portefeuille à leur profil de risque. L'adhésion des dirigeants d'entreprise, tout au moins de la plupart d'entre eux, à ce nouveau modèle de gestion qui limitait leur pouvoir, a été facilitée par l'explosion de leurs rémunérations (Sauviat, 2011). Cette pression des actionnaires ne se résume pas seulement en une exigence accrue de dividendes¹³, mais elle impose aux entreprises un objectif d'accroissement de leur valeur (boursière). Plusieurs leviers sont mobilisés dans ce but :

- *le recentrage sur les « cœurs de métier » de l'entreprise.* Celle-ci ne doit conserver que les activités où elle possède un avantage concurrentiel instantané sur ses concurrents¹⁴. La plupart des conglomérats ont ainsi été progressivement démantelés. Les entreprises, pour maximiser leur profit d'aujourd'hui, n'investissent plus dans les « vaches à lait » de demain, destinées à remplacer les « vaches à lait » d'aujourd'hui, appelées à devenir non performantes ; il appartient aux actionnaires et non aux entreprises de composer leur portefeuille en fonction de leur propre sensibilité au couple risque-rentabilité ;

- *ré-ingéniering de la chaîne de valeur.* Il aboutit à délocaliser ou externaliser les productions et les services pouvant être acquis à meilleur compte hors

12. Aglietta et Rebérioux (2004) insistent sur le rôle joué par l'évolution du droit boursier et du droit des sociétés pour expliquer cette mutation, et considèrent que la convergence des modèles de gouvernance nationaux est incomplète car le droit social constitue un facteur de résistance.

13. Une étude un peu ancienne de l'OCDE (*Perspectives économiques*, n° 82, décembre 2007) montre que l'accroissement des dividendes de la période 2001-2005, sur la période 1995-2000, représentait 51 % de l'accroissement des profits sur les mêmes périodes, mais, fait *a priori* surprenant, ce même ratio marginal de distribution atteignait 78 % en France et même 92 % en Italie, et seulement 8 % en Allemagne et au Royaume-Uni. La contrainte actionnariale, résumée par le niveau des dividendes, apparaît donc très différente selon les pays et les périodes.

14. En bonne logique financière, le recentrage des entreprises résulte de la domination des intérêts des actionnaires : ceux-ci, afin d'optimiser le couple risque-rentabilité de leur portefeuille, sont incités à diversifier leurs actifs ; si les entreprises réalisent pour leur propre compte cette diversification, les actionnaires parviendront plus difficilement à construire un portefeuille conforme à leur profil de risque ; c'est pourquoi les marchés donnent une prime aux « *pure players* ».

de l'entreprise, dans des entreprises plus efficaces ou exploitant une main-d'œuvre à bas salaire. En pratique, ce levier contribue fortement à amoindrir le pouvoir de négociation des salariés dans l'entreprise ;

- *le recours accru à la croissance externe plutôt qu'à la croissance organique.* La première est valorisée car elle permet à l'entreprise d'atteindre une taille critique au regard de l'optimisation de son outil technique ou de l'accroissement de son pouvoir de marché, et cela, dans des conditions d'incertitude réduite, en principe, pour les investisseurs. Toutefois les études empiriques montrent que cette stratégie profite, en général, plus aux actionnaires de l'entreprise-cible qu'à ceux de l'entreprise initiatrice... ;

- *la réduction des capitaux mis en œuvre, notamment des stocks et des crédits commerciaux.* Il s'agit, ce faisant, non seulement de transférer une partie du risque économique sur les sous-traitants et les clients, mais aussi de réduire les capitaux mis en œuvre et donc le besoin de fonds propres, ce qui peut aller jusqu'au rachat de ses actions par l'entreprise (opération « relative » pour les actionnaires) afin de maximiser la rentabilité de ses capitaux propres (ROE).

La création de valeur pour les actionnaires, telle qu'elle est effectivement pratiquée, n'exige pas des dirigeants d'entreprises qu'ils réalisent seulement la performance découlant de l'équilibre des marchés financiers (selon la théorie financière standard), mais qu'ils réalisent un surprofit, en un mot, qu'ils « battent le marché » (Baudru, Morin, 1999). Ce nouveau modèle de gestion incite les entreprises à accroître leur endettement tant que leur profitabilité¹⁵ le permet et à se montrer très sélectives sur leurs critères d'investissement physiques. Comme on l'a vu, la gestion des banques elles-mêmes s'est inscrite dans ce nouveau modèle, mais de façon spécifique puisqu'elles n'ont pas abandonné, en Europe surtout, leurs stratégies conglomérales (modèle de la banque universelle caractérisé par la coexistence dans la même entité des activités de banque de dépôt et banque de financement et de marché). Les banques, désormais cotées, extériorisent une rentabilité financière (ROE) comparable, voire meilleure que celle des autres sociétés au prix d'un endettement très élevé.

Les banques américaines sont devenues si rentables que leurs profits qui, entre 1973 et 1985, ne représentaient que 16 % des profits de l'ensemble des entreprises (financières et non financières), en représentent 30 % dans les années 1990, et 40 % dans les années 2000 (Johnson cité par Cohen, 2010). Ces performances n'ont pu être obtenues qu'avec un endettement (exprimé en pourcentage du total du bilan et non du total pondéré des

15. La profitabilité est l'écart entre la rentabilité des capitaux mis en œuvre et le coût des emprunts. Cette grandeur est fortement influencée par la conjoncture. Un fléchissement de la rentabilité économique ou une hausse du coût de la dette peut inverser l'effet de levier, et inciter les actionnaires à des restructurations lourdes.

risques) de plus de cinq fois plus important que celui des entreprises non financières.

Tableau 2. Rendement des fonds propres et effet de levier sectoriels

Secteurs	Rentabilité * (ROE)			Lever **		
	1995-2000	2001-2007	2008-2009	1995-2000	2001-2007	2008-2009
Bancaire	13,3	12,8	3,2	17,8	19,1	17,4
Financier non bancaire	12,3	11,4	5,4	12,5	12,1	10,8
Entreprises non financières	10,9	12,8	0,8	3,0	3,0	2,9

* Exprimée par la rentabilité des fonds propres (*return on equities*).

** Endettement en pourcentage du total du bilan et non du total pondéré des risques.

Source : Rapport annuel de la BRI, juin 2010.

II. La solvabilité des agents économiques, limite du nouveau modèle de croissance

Les caractéristiques du nouveau modèle de croissance sont telles que le maintien de la croissance repose désormais sur l'endettement croissant des agents privés ; mais ce nouveau modèle vient buter sur la solvabilité de ces agents, en sorte que les gouvernements se résolvent à soutenir la demande... jusqu'à ce que la solvabilité des Etats (les plus fragiles du moins) soit à son tour mise en cause.

II.1. L'endettement des ménages prend le relai de la quasi-stagnation des salaires

Les caractéristiques du nouveau modèle de croissance sont telles que les entreprises non financières et surtout financières sont fragilisées, alors même que la croissance des revenus des ménages ne garantit plus celle de l'économie dans son ensemble. En effet, la relation salariale elle-même est bouleversée par la flexibilité accrue de l'emploi et la suppression du lien entre les salaires et les gains de productivité, cause de la réduction de la part des salaires dans le PIB, évolution observée dans la plupart des pays industrialisés.

Si la part des salaires recule depuis les années 1970, ce recul est plus prononcé dans les trois grands pays d'Europe continentale (de 7 à 9 points de PIB), alors qu'il n'est que de 3 à 5 points de PIB dans les deux pays anglo-saxons. Cette divergence entre les deux catégories de pays s'explique très vraisemblablement par la pénétration plus précoce des nouvelles normes de gestion dans les pays anglo-saxons. On observera que, durant les périodes de récession, les salaires étant relativement inertes, leur part dans

le PIB tend mécaniquement à augmenter sensiblement, alors que, dans la crise actuelle, leur part n'a progressé que très peu, et a même reculé aux Etats-Unis et en Allemagne, reflétant une flexibilité encore accrue de la masse salariale.

Tableau 3. Evolution des salaires * et de leur part dans le PIB **

	Part						En %					
	1971-1980	1981-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010	1971-1980	1981-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010
Allemagne	70,4	67,4	67,2	66,0	65,0	63,0	2,9	0,7	2,4	0,4	-0,5	-0,1
France	73,9	72,2	67,7	66,7	66,2	66,1	5,4	0,8	1,1	1,3	1,2	0,6
Italie	72,2	68,7	66,3	62,8	61,8	63,1	6,7	1,6	-0,3	0,0	0,5	0,5
Royaume-Uni	74,3	72,8	73,6	70,2	71,3	71,3	2,8	2,1	0,6	2,5	2,1	0,1
Etats-Unis	69,9	68,3	67,6	66,7	66,3	64,5	2,7	0,8	0,9	2,4	1,5	0,8

* En % : taux de croissance annuel moyen des salaires par tête déflaté par les prix de la consommation.

** Part des salaires : en % du PIB au coût des facteurs.

Source : Calculs d'après l'annexe statistique d'Economie européenne.

La baisse de la part des salaires a fait l'objet d'analyses récentes (Héritier, Maurice, 2010 ; Husson, 2010) qui l'expliquent surtout par la hausse du chômage¹⁶. En pesant sur les salaires, le modèle de croissance actionnariale des entreprises pénalise la demande domestique, et donc la croissance des économies.

C'est bien ce qui se passe après le premier choc pétrolier, mais, durant les années 1990, le rythme moyen de croissance s'est pourtant accéléré, à l'exception notable de l'Allemagne, dont les entreprises ont mis au service de leur désendettement les gains de marge obtenus par une politique salariale encore plus restrictive. L'accélération de l'endettement des agents privés a alors compensé la quasi-stagnation salariale (tableau 4).

L'endettement des ménages des pays anglo-saxons a progressé plus de deux fois plus vite que celui des trois pays d'Europe continentale, résultat du gonflement d'une bulle immobilière, à l'origine d'un effet de richesse (encadré 5) spécifique à ces pays. Si les caractéristiques du nouveau modèle de croissance sont très largement communes à l'ensemble des grands pays industrialisés, la convergence des pays n'est pas totale, des spécificités nationales subsistent, concernant notamment l'importance relative des financements de marché et les effets de richesse.

16. Joël Maurice note de plus que la création de la monnaie unique, en supprimant les possibilités d'ajustement par la modification des parités monétaires, a amoindri la pertinence des espaces nationaux de négociation salariale sans faire de la zone euro un espace relativement unifié de négociation salariale, ouvrant ainsi la voie à la mise en concurrence des espaces nationaux. Krugman (2010) considère pour sa part que la montée des inégalités dans la crise conduit les ménages à accentuer leur endettement, ce facteur spécifique aggravant les effets de la déformation du partage salaire/profit.

Tableau 4. L'accroissement des taux d'endettement des sociétés non financières (SNF) et des ménages *

Déc. à déc.	Sociétés non financières					Ménages				
	Etats- Unis	All.	Fr.	Ital.	RU	Etats- Unis	All.	Fr.	Ital.	RU
97-00	9,8	2,4	12,1	12,9	17,0	10,9	5,9	2,6	6,5	9,7
00-07	4,9	-10,0	-2,2	41,9	51,8	46,4	-9,7	18,7	27,3	50,8
07-10	8,3	-4,1	18,4	19,4	0,4	-20,3	-1,9	8,0	6,1	-9,2
97-10	23,0	-11,7	28,3	74,2	69,1	37,0	-5,7	29,3	39,9	51,3
Tx 2010	95,2	77,2	131,7	174,4	156,2	147,9	61,2	78,9	65,3	140,0

* Endettement des SNF en % de leur valeur ajoutée ; endettement des ménages en % de leur revenu disponible brut.

Source : d'après Stat info, Banque de France.

Encadré 5

La dépense des ménages et l'effet de richesse

La bulle immobilière, la hausse du crédit et la baisse du taux d'épargne des ménages sont des phénomènes liés qui expliquent que leur consommation et leurs investissements soient plus importants que ce qu'aurait laissé présager l'évolution de leurs revenus. En effet, la bulle immobilière a pour effet de gonfler la valeur des patrimoines, en grande partie immobiliers. Cet enrichissement étant virtuel, tant que les ménages restent propriétaires de leurs logements, il n'a qu'un effet très faible sur les capacités de dépense, sauf si ce patrimoine est utilisé comme collatéral pour accéder ou accroître leurs crédits et par là augmenter les dépenses de consommation et d'investissement. C'est bien cet enchaînement qui est observé aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où l'on constate simultanément une hausse des prix immobiliers et une baisse régulière des taux d'épargne.

Dans la mesure où l'accroissement de valeur du patrimoine de la plupart des pays d'Europe continentale ne génère pas une augmentation automatique des possibilités d'endettement, l'effet de richesse dans ces pays est peu important. Estimée sur la période 1995-2006, une augmentation d'un dollar de la richesse des ménages américains génère 6 cents de consommation supplémentaire, une augmentation de une livre de la richesse des ménages britanniques génère 3,6 cents de consommation et une augmentation d'un euro de la richesse des ménages français génère 0,4 cent de consommation (Aviat *et al.*, 2007).

II.2. La crise a surgi dans un contexte de déséquilibres macroéconomiques

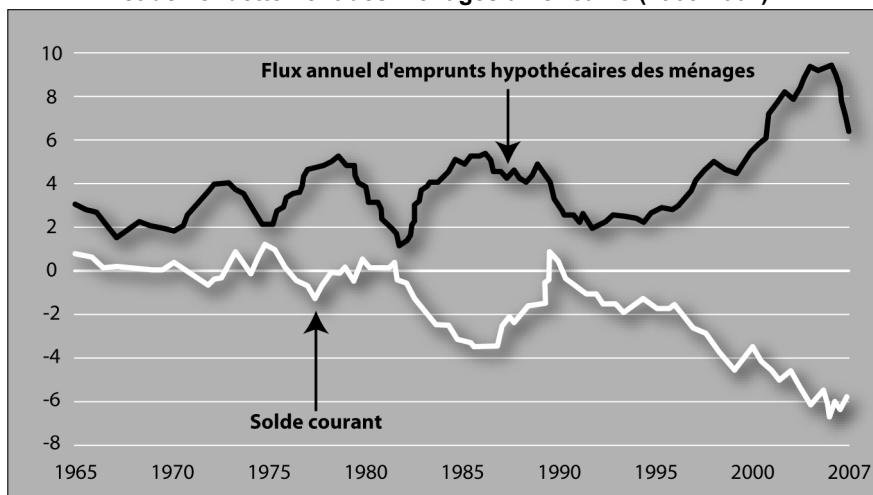
La crise financière trouve son origine aux Etats-Unis, qui sont, dans la seconde moitié des années 1990, dans une situation conjoncturelle inhabituelle : après une période de croissance molle (2,5 % par an de 1991

à 1995), celle-ci s'accélère et atteint 4,3 % par an durant les cinq années suivantes, sans que se manifestent de tensions inflationnistes (le prix du PIB s'accroît de 1,7 % par an), et les taux réels à long terme, qui oscillaient autour de 4 % tout au long des années 1990, tombent à moins de 2 % sous l'effet d'anticipations durables de désinflation. Une telle configuration conjoncturelle est d'autant plus atypique qu'elle s'accompagne, comme on l'a vu, d'une croissance rapide de l'endettement des agents privés, des ménages en particulier, à un rythme deux fois supérieur à celui du PIB, et donc d'une forte croissance de la masse monétaire, qui, en l'absence de tensions inflationnistes, n'inquiète pas la Réserve fédérale.

La caractéristique la plus spécifique de la période suivante est la faiblesse persistante des taux longs, ce que le Président de la FED, Alan Greenspan, a qualifié d'énigme¹⁷. Cette situation va détourner les investisseurs des placements en titres publics, devenus peu attrayants, au profit de titres privés, notamment de ceux adossés à des crédits hypothécaires, particulièrement bien rémunérés et peu risqués, en apparence du moins, du fait de la hausse des prix immobiliers résultant, elle aussi, de la faiblesse des taux à long terme.

L'accélération de la croissance, nourrie par l'accroissement de l'endettement, va amplifier le déficit de la balance commerciale des États-Unis,

Graphique 1. Evolution du solde de la balance courante et de l'endettement des ménages américains (1965-2007)



Source : Brender, Pisani (2007).

17. Lorsque la Réserve fédérale a fini par estimer qu'il existait des risques de surchauffe, l'augmentation de ses taux directeurs de 4 points de la mi-2004 à la mi-2006 (à 5,25 %) ne s'est répercutée sur les taux longs qu'à hauteur de 1,3 point seulement (à 5,1 %). Cette situation résulte du privilège particulier dont bénéficient les titres publics américains : celui de se négocier sur un marché tout à la fois très important et très profond.

qui devient structurel, car l'appareil productif américain est incapable de répondre au surcroît de la demande intérieure engendré par l'endettement croissant des ménages. Le graphique 1 illustre la répercussion de l'endettement des ménages sur la balance courante américaine.

Dès lors, du fait de leur taille et de l'importance de leur déficit, les Etats-Unis se trouvent en situation de devoir capter l'essentiel de l'épargne mondiale, c'est-à-dire celle provenant des excédents des balances courantes de l'Allemagne, du Japon, et surtout de la Chine. Au même titre que l'endettement croissant des agents privés, ces transferts d'épargne vers les Etats-Unis ont été l'une des conditions de la perpétuation temporaire d'un mode de croissance déséquilibré.

II.3. De la crise des subprimes à la crise bancaire

La crise financière trouve son origine dans la montée des défauts apparus sur un segment particulier des crédits hypothécaires américains, dit « crédits *subprimes* », destinés aux ménages à faibles revenus ; ces prêts, à taux variables, sont consentis, du fait de leur caractère risqué, avec une prime de risque importante (de 100 à 400 points de base) qui en font des financements coûteux, coût rendu temporairement supportable par un allègement des premières échéances. Les banques américaines, avec l'appui des autorités fédérales, avaient trouvé ainsi un nouveau vecteur de croissance, d'autant plus séduisant que la hausse du prix des logements masquait l'importance des risques pris par les banques, risques qui avaient vocation à être externalisés par la titrisation.

Au début de l'été 2007, le marché immobilier a donné des signes de faiblesse : le nombre des permis de construire et les prix des logements baissent, et cela au moment où les emprunteurs *subprime* entrent dans la phase de forte augmentation de leurs échéances de remboursement, provoquant l'explosion des défauts. Les titres adossés à ces crédits apparaissent alors comme « toxiques », selon l'expression qui s'est imposée.

Les banques sont alors prises au piège des illusions de la titrisation : d'une part, elles doivent afficher, pour des raisons de réputation, les pertes sur des crédits pourtant sortis de leur bilan ; d'autre part, elles découvrent qu'elles détiennent dans leurs portefeuilles des titres toxiques difficilement vendables et enfin, que ne pouvant déterminer réellement l'importance de leurs engagements sur des actifs douteux, leur solvabilité est jugée incertaine, entraînant la fermeture de fait du marché interbancaire, au moment même où se tarit l'accès à la liquidité provenant des opérations de titrisation.

Les actifs toxiques étant disséminés de façon opaque dans l'ensemble du système financier, la crise revêt immédiatement un aspect mondial, comme le révèlent, dès septembre 2007, le sauvetage en catastrophe par la

Banque d'Angleterre de la cinquième banque de crédit immobilier britannique, Northern Rock (celle-ci finissant par être nationalisée en février 2008) et celui, en août 2007, de la banque allemande IKB, par son actionnaire public KfW. La Réserve fédérale et la BCE réagissent dès août 2007 ; elles accompagnent la baisse de leurs taux directeurs par des premières injections massives de liquidités. Toutefois, le 15 septembre 2008, la Réserve fédérale laisse la quatrième banque d'affaires américaine, Lehman Brothers (25 000 salariés), faire faillite, provoquant une crise de confiance généralisée sur la stabilité des systèmes financiers américains et européens.

La défiance concernant la solidité du système financier va se trouver consolidée par les estimations (notamment du FMI) des pertes toujours croissantes qu'il enregistre : ainsi, selon le FMI, à l'été 2007, ces pertes étaient chiffrées à 100 milliards de dollars, en novembre 2007 à 400 milliards de dollars et, en avril 2008, à 945 milliards de dollars (dont plus de la moitié provenait de la perte de valeur des titres figurant au bilan des banques¹⁸) et à 4 054 milliards de dollars en avril 2009. La crise de liquidités est devenue une crise financière, mettant en question la solvabilité de l'ensemble des intermédiaires financiers des pays industrialisés.

II.4. De l'échec de la thérapeutique de cette première phase de la crise à la crise de la dette publique

Le risque de voir dégénérer la crise financière en une crise systémique oblige alors les banques centrales, en particulier la Réserve fédérale, et les États à abandonner toute préoccupation d'aléa moral¹⁹ et à soutenir leur système financier, puis, pour tenter d'éviter une grave récession, à mettre en œuvre d'importants moyens budgétaires. Toutefois, ces mesures ne permettront pas d'éviter la récession et déboucheront finalement sur une crise de la dette publique.

La thérapeutique de la crise

Dans un premier temps, en 2008, la gravité de la crise financière avait été sous-estimée : les gouvernements étaient intervenus alors au cas par cas pour sauver les établissements financiers en difficulté, accompagnés par les banques centrales, qui leur fournissaient toutes les liquidités à court terme nécessaires à leur survie. Mais la seule tentative de respect du principe de prévention de l'aléa moral, l'acceptation de la faillite de la banque d'affaires

18. Le solde des pertes est subi par les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension) et par les fonds d'investissement, *hedge funds* en particulier.

19. La gestion de l'aléa moral par les banques centrales et les États impose de ne pas soutenir les établissements en difficulté du fait de leur gestion imprudente, et donc de ne pas encourager par une garantie implicite de la banque centrale des modes de gestion contre-productive. L'objectif de gestion de l'aléa moral n'est pas tenable si le ou les établissements en difficulté sont des établissements dits systémiques, dont la défaillance compromettrait la stabilité de l'ensemble du système financier. Cet objectif explique probablement que Lehman Brothers n'ait pas été secouru, et que, quelques jours plus tard, devant la panique ainsi provoquée, les autorités américaines aient secouru AIG, premier assureur mondial et numéro un mondial des CDS.

Lehman Brothers en septembre 2008, a révélé que le système financier américain et une grande partie de celui des autres pays développés n'étaient pas en mesure de supporter un tel choc. En octobre 2008, les gouvernements, accompagnés par la FED aux Etats-Unis, ont dû se résoudre, pour éviter une crise systémique, à lancer des programmes massifs de soutien reposant sur des injections de capitaux publics²⁰ pouvant aller jusqu'à des nationalisations temporaires, des garanties de la dette et des allègements du poids des actifs toxiques détenus par les banques, soit en les sortant de leur bilan (cantonement) soit en les rachetant directement.

L'importance de ces mesures a été très différente selon les pays ; selon les évaluations de la BCE, elles ont varié, hors garanties, entre 6,5 points de PIB pour les Etats-Unis et 1,6 point de PIB pour l'ensemble des pays de la zone euro (mais 12,7 points de PIB pour l'Allemagne et 0,2 point de PIB pour la France). On notera que le plan initial de sauvetage américain (plan Paulson) d'octobre 2008, centré sur le rachat des actifs toxiques, a dû être recentré en février 2009 sur la recapitalisation des banques, pour faire face à la dégradation de leur situation.

Les établissements financiers, pour retrouver leur liberté d'action, en particulier les bonus accordés à leurs dirigeants et à leurs *traders*, ainsi que pour alléger le coût des aides publiques, ont remboursé rapidement une grande partie des aides en capital, en procédant parfois à d'importantes émissions d'actions (cas des établissements américains) et n'ont que peu utilisé les garanties qui étaient mises à leur disposition.

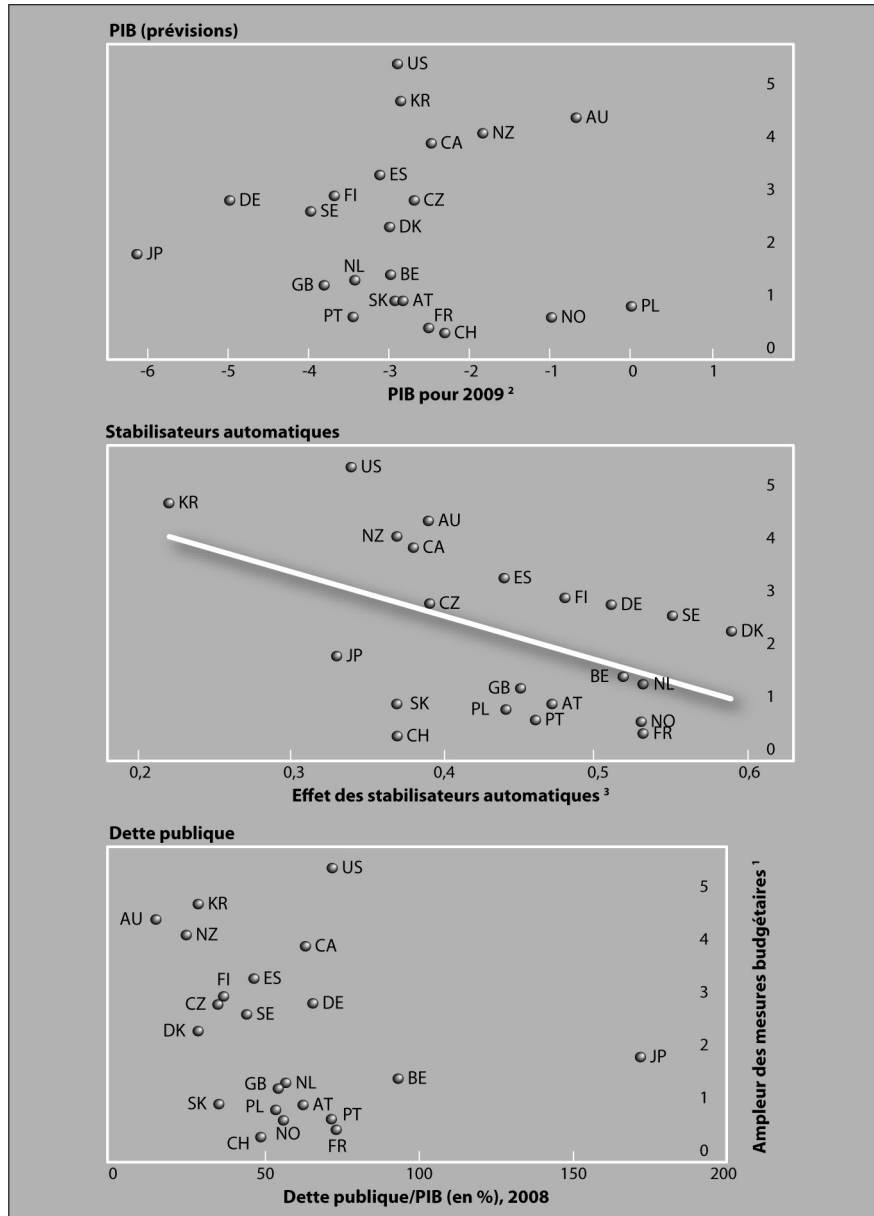
Ce sauvetage des systèmes financiers ne permettait pas à lui seul d'éviter une grave récession, en sorte que les gouvernements ont mis en place des plans de relance budgétaire centrés sur les années 2009 et 2010. En règle générale, ces plans reposaient, pour un peu plus de la moitié, sur des allègements fiscaux et, pour le solde, sur un accroissement des dépenses publiques. Les Etats-Unis ont consenti l'effort budgétaire le plus important (5,6 % du PIB), l'effort allemand restant soutenu (3 % du PIB) comparé à celui des autres pays européens (Royaume Uni : 1,4 point ; France : 0,6 point ; Italie : 0 point). On notera l'importance des efforts budgétaires consentis par certains pays comme l'Islande (9,4 points), l'Irlande (4,4 points) et l'Espagne (3,5 points)²¹.

Les stabilisateurs automatiques de la croissance que sont les dispositifs nationaux de protection sociale ont joué un rôle important : durant cette phase de la crise, leurs prestations n'ont pas diminué, voire ont eu tendance à s'accroître du fait de la montée du chômage, alors que le ralentissement

20. Le gouvernement britannique est le seul à avoir utilisé des actions ordinaires, les autres gouvernements préférant recourir à des titres hybrides (actions préférentielles, obligations convertibles en actions...) ne donnant pas aux Etats de droits de vote aux assemblées générales des établissements secourus. Toutefois, la plupart des pays ont exigé, en contrepartie de leur soutien, que les banques préservent le volume des crédits accordés aux agents non financiers.

21. Données OCDE de mars 2009.

Graphique 2. Relation entre l'ampleur de l'effort budgétaire de soutien de la croissance et la prévision de repli de la croissance : l'importance des stabilisateurs automatiques et celle de la dette publique



AT : Autriche, AU : Australie, BE : Belgique, CA : Canada, CH : Suisse, CZ : République tchèque, DE : Allemagne, DK : Danemark, ES : Espagne, FI : Finlande, FR : France, GB : Royaume-Uni, JP : Japon, KR : Corée, NL : Pays-Bas, NO : Norvège, NZ : Nouvelle-Zélande, PL : Pologne, PT : Portugal, SE : Suède, SK : Slovaquie, US : États-Unis.

1. Coût total *ex ante* des mesures budgétaires discrétionnaires sur la période 2008-2010, en % du PIB de 2008.

2. Prévisions de mai 2008.

3. Coefficient résumant la variation automatique du solde budgétaire résultant d'une variation de 1 pt. De % de l'écart de production.

Source : 79^e rapport annuel de la BRI.

économique pesait sur leurs ressources. Le graphique 2 (cadre central) montre que les pays ayant les systèmes de protection sociale les plus développés en ont profité pour réduire leur effort budgétaire²², mais que celui-ci n'a pas été influencé par l'importance prévue de la récession (cadre du haut), pas plus que par le niveau de l'endettement public (cadre du bas).

Les mesures de soutien aux établissements financiers ont permis à l'endettement des agents non financiers d'enregistrer une très légère croissance des encours, qui contraste toutefois avec la croissance soutenue des années antérieures ; les encours de créances des banques américaines se sont toutefois légèrement repliés du fait d'un fort repli de l'endettement immobilier des ménages.

Tableau 5. Variation de l'encours des crédits intérieurs bancaires (en %)

	2006	2007	2008	2009	2010
Zone euro	8,2	12,1	6,6	3,0	3,8
dont :					
Allemagne	-0,1	-0,7	3,5	0,9	3,4
France	10,9	11,2	4,7	1,1	6,1
Italie	8,0	12,6	4,4	3,6	11,8
Royaume-Uni	12,3	16,6	16,1	4,4	2,1
Etats-Unis	9,0	9,1	6,3	2,8	-0,7

Source : OCDE.

Finalement, les politiques économiques mises en œuvre simultanément dans tous les pays développés ont été insuffisantes pour permettre d'éviter la récession de 2008-2009 ; celle-ci ne peut être attribuée à titre principal au ralentissement de la croissance de l'endettement des agents privés qui, malgré une plus grande prudence de l'offre de crédit, traduit surtout le réajustement de la demande des ménages et des entreprises, ce que vérifie une étude récente de la Banque centrale européenne, qui confirme qu'« il n'y a pas eu de rationnement du crédit, contrairement aux craintes parfois exprimées par les observateurs extérieurs » (BCE, 2011:72). Toutefois, au-delà de cette appréciation globale, les grandes entreprises ont pu amplifier leur recours aux financements de marché alors que la demande de crédit des PME, qui ne bénéficient pas de cette faculté, semble avoir été sensiblement contenue en 2009-2010 par la sélectivité accrue de l'offre bancaire.

Une nouvelle phase : la crise de la dette publique de la zone euro

Si les politiques publiques ont permis d'éviter un *credit crunch*, le coût budgétaire des thérapeutiques de la crise et surtout le repli des ressources publiques provoqué par la récession vont mettre à l'épreuve la solvabilité

22. Une simulation de l'OFCE (lettre du 20 avril 2009) montre toutefois que l'effort de soutien de la croissance des Etats-Unis a fait plus que compenser le moindre poids de ses stabilisateurs automatiques, et qu'au total il a été deux à trois fois plus important que l'effort de relance européen.

des Etats les plus fragiles. Le tableau 6 montre que les pays qui avaient le mieux maîtrisé leur endettement public avant la crise, comme le Royaume-Uni, l'Espagne ou le Portugal, ne sont pas nécessairement ceux qui, la crise venue, ont le mieux été en mesure de le contrôler.

Tableau 6. Dette publique (en pourcentage du PIB)

	Alle- magne	France	Italie	Royaume- Uni	Etats- Unis	Grèce	Portugal	Espagne	Irlande
2007	65,2	64,2	103,1	44,4	62,3	107,4	36,2	68,3	24,9
2011	81,7	85,4	120,5	84,0	100,0	162,8	69,6	101,6	108,1
Δ 2007- 2011	16,5	21,2	17,4	39,6	37,7	55,4	33,4	33,3	83,2

Source : Commission européenne ; FMI pour les Etats-Unis.

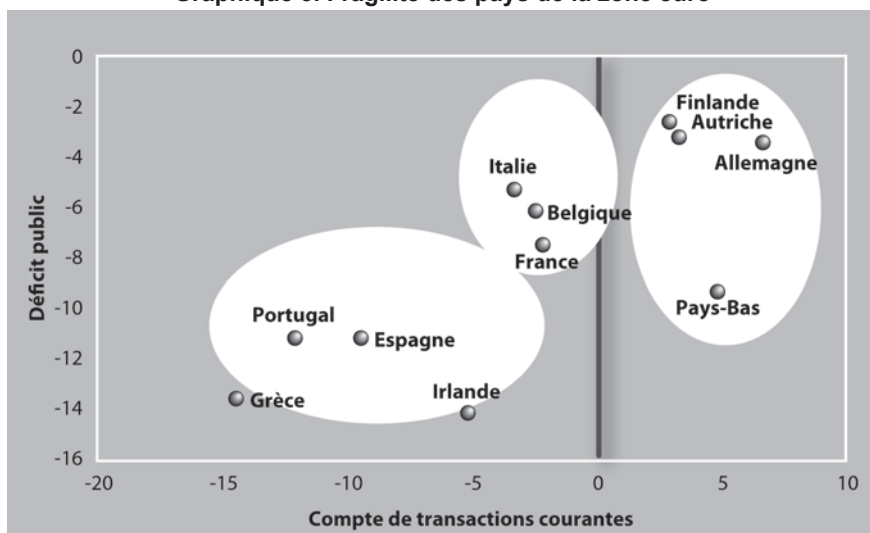
L'accroissement de la dette publique pose la question de sa soutenabilité, autrement dit de la capacité des Etats à rembourser leur dette. La crise de la dette publique, nouvel avatar de la crise actuelle, a débuté en mars 2010 avec le déclassement de la note de la dette publique d'un certain nombre de pays européens, de la Grèce en premier lieu ; les agences de notation, suivies par les investisseurs, ont fini par prendre conscience du fait que les mécanismes de fonctionnement de la zone euro ne garantissaient pas la solvabilité des administrations publiques, dès lors que le pacte de stabilité et de croissance apparaissait comme inapplicable dans les périodes de tension conjoncturelle (l'Allemagne elle-même a été dans ce cas par le passé), et que le traité constitutionnel interdisait que l'Union européenne, les Etats membres ou la Banque centrale financent les déficits publics²³.

Les marchés ont alors exigé une prime de risque fortement différenciée, qui atteindra plus de 20 points sur la dette grecque, 5 points pour la dette italienne et même 1,2 point pour la dette française (comparé au taux à 10 ans allemand) ; cette réévaluation du risque affectant la dette publique semble fondée même si elle amplifie les risques réels. Le graphique 3, qui classe les pays selon l'importance relative de leur déficit courant (somme des besoins de financement publics et privés) et de leur déficit public (encadré 6), met bien en évidence l'existence de trois catégories de pays, catégories homogènes à la hiérarchie des primes de risque constatées, la catégorie la plus risquée comprenant la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne.

Dès mars 2010, un premier plan d'aide à la Grèce est accordé par le Conseil européen, sur la base de prêts bilatéraux à long terme des Etats, bientôt suivi par d'autres plans d'aide à l'Irlande et au Portugal, cette fois par l'intermédiaire d'un fonds spécialement créé à cet effet en mai 2010, au moyen d'une modification du traité constitutionnel européen, le Fonds

23. Pour une analyse des débuts de la crise et des contraintes dues aux règles de fonctionnement européennes, voir Lefresne, Sauviat (2010).

Graphique 3. Fragilité des pays de la zone euro



Source : Boone *et alii* (2010).

Encadré 6

Le solde de la balance courante comme 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 dette d'une économie est donc sa dette extérieure, qu'elle soit émise par les entreprises ou l'Etat. La dette intérieure n'est, 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 (200 % 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.

européen de stabilité financière (FESF), doté d'une capacité de prêt de 440 milliards d'euros ; ce fonds doit être transformé en un fonds d'aide permanent, le Mécanisme européen de solidarité (MES), qui entrera en vigueur en juillet 2013.

En juillet 2011, la Grèce bénéficie d'un second plan d'aide et obtient la dévalorisation au taux de 21 %, porté à 50 % en octobre 2011, de la dette publique détenue par les créanciers privés. Cette mesure avait été d'abord refusée par le Conseil européen afin de préserver la situation des banques européennes en cas d'extension aux autres pays fragiles (Espagne et Italie en particulier). Les banques grecques, qui détiennent 20 % environ de la dette publique de leur pays et qui subissent une forte érosion de leur base de dépôts, sont en situation de devoir être recapitalisées rapidement par l'Etat grec, ce qui réduira de moitié environ l'aide disponible pour financer ses besoins courants provenant du second plan.

Mais si la situation de la Grèce est particulièrement difficile, la plupart des pays de la zone euro ont fait l'objet d'une procédure pour déficit excessif de la Commission européenne, et se sont engagés à retrouver dès 2013 (2014 pour la Grèce) la norme de déficit budgétaire exigée par le Pacte de stabilité et de croissance (3 %) ; en conséquence, des politiques d'austérité budgétaire de plus en plus dures²⁴ sont appliquées simultanément par presque tous les pays de la zone euro, et surtout par les pays bénéficiaires des plans d'aide européens soumis à des « conditionnalités » particulièrement rigoureuses, au risque de provoquer l'apparition d'une spirale récessive qui, en pesant sur les soldes publics, mettrait leur dette publique hors de contrôle.

La possibilité d'une telle évolution de la crise de la dette souveraine est devenue manifeste lorsque, à l'été 2011, il est apparu que les prévisions de croissance sur lesquelles étaient fondés les budgets et les plans d'investissement des entreprises²⁵ ne seraient pas atteintes par les pays de la zone euro, et même qu'une récession n'était pas exclue. Cette dégradation non anticipée de la conjoncture due à la généralisation des politiques d'austérité a éloigné les pays de leurs programmes de restauration des équilibres budgétaires, entraînant mécaniquement leur durcissement. La probabilité de la création d'une spirale récessive s'accroît donc progressivement du fait du

24. Le Conseil européen de mars 2011 a concrétisé le durcissement des politiques budgétaires exigé par les autorités européennes en mettant en œuvre immédiatement le Pacte euro plus qui demande notamment aux pays qui l'ont adopté (23 pays sur 27) un réexamen des dispositifs de fixation des salaires, un engagement vers plus de flexisécurité, une adaptation des systèmes de retraite et une traduction dans les législations nationales (pas nécessairement dans les Constitutions) de mesures de limitation de la dépense publique et de l'endettement. Par ailleurs, l'instauration du « semestre européen » donne à la Commission un droit de regard sur les projets de budget avant leur examen par les Parlements nationaux.

25. Convaincue du retour de la croissance et donc du regain du péril inflationniste, la BCE a augmenté ses taux directeurs de un demi-point à deux reprises, les 13 avril et 13 juillet 2011, renouvelant l'erreur d'appréciation commise dans la première phase de la crise, le 9 juillet 2008, quelques semaines avant la faillite de Lehman Brothers.

maintien par l'ensemble des pays de la zone euro de politiques inadéquates qui dégradent simultanément les deux paramètres essentiels de la soutenabilité de la dette publique : le taux de croissance de l'économie qui se réduit et la prime de risque de la dette souveraine qui augmente.

Comme durant la première phase de la crise, cette dégradation de la conjoncture s'est répercutée sur les banques, importantes détentrices de la dette souveraine ; une nouvelle crise de liquidités affecte à la fois leurs ressources en dollars et leur capacité d'emprunt sur le marché interbancaire ; les banques disposant de liquidités excédentaires préfèrent, par prudence, les déposer auprès de la BCE, et celles ayant besoin de liquidités n'ont plus trouvé de contreparties bancaires et ont dû se refinancer auprès de la BCE, qui, en septembre 2011, comme durant la première phase de la crise, a mis à leur disposition des facilités exceptionnelles en dollars et en euros. Les causes des tensions affectant la liquidité bancaire sont triples : les ressources en dollars ont été réduites du fait de la recommandation de la FED de limiter les risques des établissements financiers américains sur la zone euro²⁶, par la difficulté à apprécier les possibilités qu'ont les banques de se débarrasser des actifs toxiques qu'elles détiennent encore et par les conséquences sur les bilans bancaires d'un défaut de la dette souveraine des pays européens les plus fragiles, non pas tant de celui de la Grèce, aisément absorbable, mais de ceux, éventuels, de l'Espagne et de l'Italie.

A nouveau, comme durant la première phase de la crise, ces tensions sur la liquidité bancaire vont déboucher sur la reconnaissance du besoin de recapitalisation des banques, besoin longtemps nié par leurs dirigeants et par les régulateurs²⁷, et notamment des banques des pays les plus fragiles ; celles-ci doivent simultanément faire face à la dévalorisation des dettes souveraines qu'elles détiennent et à la montée des créances douteuses sur les agents privés, ménages et entreprises²⁸. Devant l'aggravation des difficultés de la zone euro, le Conseil européen du 26 octobre 2011²⁹ a validé les estimations de l'Autorité bancaire européenne et décidé en conséquence de la recapitalisation des banques européennes les plus fragiles afin que toutes

26. Selon Fitch cité par *Les Echos*, entre la fin mai et la fin juillet, les établissements américains ont réduit leurs placements en dollars sur les banques françaises de 20 % mais de 57 % sur les banques italiennes et espagnoles.

27. L'Autorité bancaire européenne (ABE), a procédé depuis l'été 2007 à trois vagues de *stress tests* sur les principales banques européennes. Les deux premières n'ont pas suffi à restaurer la confiance des investisseurs, d'autant que le défaut des banques irlandaises n'avait pas été prévu. Finalement, les troisièmes *stress tests* publiés en octobre 2011 (quatre mois seulement après les précédents !) font apparaître, en valorisant les dettes publiques en valeur de marché et en exigeant le respect d'un ratio de solvabilité (*core tier 1*) de 9 %, des besoins urgents et importants (106 Md€) de recapitalisation des banques européennes. La méthode utilisée pénalise les banques des pays fragiles dont le système financier détient surtout la dette souveraine de leur pays. Ainsi, les besoins de recapitalisation des banques grecques ou espagnoles sont évalués par l'ABE respectivement à 30 Md€ et 26,2 Md€, alors que les besoins des banques allemandes et françaises ne sont respectivement que de 5,2 Md€ et 8,8 Md€.

28. Ainsi, le taux des créances douteuses sur les encours de crédit accordés au secteur privé par les banques grecques atteint le niveau extrêmement élevé de 11,5 %.

29. Au moment où est écrit cet article, le détail des mesures ne sont pas connues avec précision.

respectent un ratio de solvabilité minimum de 9 % avant juillet 2012, et de démultiplier la capacité d'intervention du FESF en lui donnant la capacité de garantir partiellement la dette émise par les pays en difficulté et en créant un fonds annexe ouvert aux investisseurs internationaux publics et privés qui pourrait racheter la dette des pays fragiles sur le marché secondaire, ce qui supposera que ce fonds bénéficie de conditions de financement particulièrement attrayantes.

La crise de la dette publique n'est donc qu'un nouvel épisode de la crise qui s'est déclenchée en 2007 comme une crise de solvabilité des agents privés. L'intervention des Etats en 2008-2009, assumant une fonction de prêteur en dernier ressort, trop lourde pour certains d'entre eux, avait permis d'éviter une crise financière systémique, mais n'avait pu empêcher le surgissement de la plus grande récession depuis celle de 1929. Les problèmes de solvabilité qui, durant le premier épisode de la crise, avaient affecté successivement les ménages puis le système financier, contaminent désormais les Etats, avec une acuité particulière pour ceux de la zone euro, du fait du biais récessif inhérent à son mode de gouvernement ; enfin, la crise de la dette souveraine commence à faire à nouveau retour vers le système financier. Ce développement de la crise montre le caractère illusoire de la croyance dans l'existence d'une cloison étanche qui séparerait la dette publique, néfaste par nature, de la dette privée.

La logique de la crise

Une ambitieuse tentative d'explication économétrique de la récession, sans référence aux mutations du régime de croissance, a été réalisée par Bricongne *et alii* (2011) ; ceux-ci mesurent les effets de la crise par comparaison avec un scénario de croissance où les variables financières sont stabilisées à leur niveau d'avant-crise. Cette analyse économétrique ne parvient à expliquer, selon les pays, que de la moitié aux deux tiers de la récession 2008-2009. En fait, comme nous avons tenté de le montrer, la crise ne devient compréhensible que si l'on prend en compte les interrelations étroites entre les sphères, réelles et financières³⁰, ce que ne permettent pas de faire les modèles économétriques.

La crise actuelle révèle donc la pertinence de l'approche, formulée dès 1933 par Fisher (1988), qui récusait l'explication des crises par des chocs exogènes au profit de causalités endogènes reposant sur l'apparition d'équilibres instables dégénérant en spirales dépressives. Boyer (2010) souligne la capacité des analyses d'économistes « anciens » comme Fisher, mais aussi Minsky, Wicksell ou Schumpeter à rendre compte de la crise actuelle. Aujourd'hui, la pensée économique dominante a légitimé la mutation de la

30. Un point de vue analogue est défendu par Blot et Timbeau (2011), qui considèrent que l'amélioration de l'explication de la crise passe par l'endogénéisation des variables financières.

sphère financière, au nom de l'efficacité des marchés et de la supériorité de la finance directe, « vérités » contredites par l'instabilité inhérente aux marchés financiers ; elle a aussi légitimé les nouvelles normes de gestion des entreprises, pourtant insoutenables dans la durée et elle a promu le recentrage des politiques économiques sur des objectifs conjoints d'allègement de la fiscalité et de respect de l'équilibre budgétaire, poussant ainsi à l'affaiblissement des protections sociales.

Nombre d'analyses donnent cependant de la crise des explications justes mais trop partielles, qu'il s'agisse des erreurs de la politique monétaire des Etats-Unis, jugée trop accommodante, des insuffisances de la régulation financière³¹ ou des effets de la sous-consommation des ménages ; cette dernière approche, qui permet une description satisfaisante des événements, ne permet pourtant de comprendre ni les causes profondes de la stagnation des salaires, ni les raisons de l'acceptation par les banques d'un accroissement insoutenable de l'endettement des ménages.

La mutation quasi simultanée de la sphère financière et des normes de gestion des entreprises a été l'étape finale de la remise en cause du modèle de croissance de l'après-guerre. Le nouveau modèle qui s'est mis en place est venu buter sur l'insolvabilité tant des agents privés que publics. La crise actuelle est donc une crise structurelle. La réforme de la régulation des établissements financiers et des marchés, bien difficile à mettre en œuvre du fait de la divergence des intérêts nationaux et du poids des *lobbies* financiers, la généralisation des politiques budgétaires restrictives, les réformes des marchés du travail et l'affaiblissement des régimes de protection sociale pourront peut-être déboucher sur une plus grande stabilité économique, pour autant que leur acceptabilité sociale soit vérifiée, mais ces réformes ont toutes les chances de déboucher sur une phase longue de croissance atone, préfigurée par la situation actuelle de l'économie japonaise. Une véritable politique de sortie de crise ne pourra éviter de réformer les fondements du nouveau modèle de croissance et plus particulièrement la gouvernance des entreprises, le partage salaire-profit, le modèle bancaire³² et la place des marchés financiers.

31. Ainsi le rapport très détaillé de la commission d'enquête nommée par le gouvernement américain (Angelides, 2011) impute quasi-exclusivement la crise à « l'échec à grande échelle de la régulation et de la supervision financière, incapables de préserver la stabilité des marchés financiers ».

32. Fried (2008) considèrerait que la résolution de la crise passerait par un retour au moins partiel vers le modèle bancaire traditionnel. Il est frappant de constater que, depuis, le législateur américain a œuvré en ce sens (Dodd Frank Act) et que le régulateur britannique préconise une évolution dans cette direction, chemin que l'Europe continentale n'envisage qu'avec de grandes réserves.

Références bibliographiques

- Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Angelides P. (2011), *Financial Crisis Inquiry Commission Report*, janvier.
- Aviat A., Bricongne J.-C., Pionnier P.-A. (2007), *Richesse patrimoniale et consommation : un lien ténu en France, fort aux Etats-Unis*, INSEE, Note de Conjoncture, décembre.
- Banque centrale européenne (2011), *Evolution récente des prêts au secteur privé*, Bulletin mensuel, janvier, p. 57-72.
- Baudru D., Morin F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière. Une gestion spéculative du risque », in CAE, *Architecture financière internationale*, rapport n° 18, La Documentation française, p. 151-169.
- Blot C., Timbeau X. (2011), « De la nécessaire évaluation de l'impact des crises financières à la nécessaire refondation des modèles macro » (2010), *Economie et Statistique*, n° 438-440, juin, p. 79-83.
- Boone L., Fransolet L., Willemann S. (2010), « Dette publique et interactions avec les marchés dérivés : Le cas européen », *Revue de la stabilité financière*, n° 14, *Produits dérivés – Innovation financière et stabilité*, Banque de France, juillet, p. 21-29.
- Boyer R. (2010), « L'économie en crise : le prix de l'oubli de l'économie politique », *L'Economie politique*, n° 47.
- Brender A., Pisani F. (2007), « Les Etats-Unis peuvent-ils s'endetter sans limites ? », *Alternatives économiques*, n° 261, septembre.
- Bricongne J.-C., Fournier J.-M., Lapegue V., Monso O. (2011), « De la crise financière à la crise économique. L'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés », *Economie et Statistique*, n° 438-440, *Aspects de la crise*, juin, p. 47-77.
- Capelle-Blancard G., Couppey-Soubeyran J. (2003), « Le financement des agents non financiers en Europe. Le rôle des intermédiaires financier demeure prépondérant », *Economie et Statistique*, n° 366, décembre, p. 63-95.
- Castel M. (2010), « Intermédiation bancaire et marchés : A la recherche de nouveaux repères », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2010*, Paris, Association d'économie financière.
- Cohen E. (2010), *Penser la crise*, Paris, Fayard.
- Fisher I. (1988), « Une théorie de la déflation par la dette », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3 (traduction française de l'article de 1933), p. 159-182.
- Fried M. (2008), *De la crise des subprimes à la crise financière*, Cahier Lasaire, n° 35, avril.
- Héritier P., Maurice J. (2010), « Salaires et crise », *Revue de l'IREN*, n° 64, p. 5-46.
- Husson M. (2010), « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *Revue de l'IREN*, n° 64, p. 47-91.
- Krugman P. (2010), « Crise et inégalités, des causes communes », *Alternatives Economiques*, n° 295, octobre, p. 104-107.

- Lefresne F., Sauviat C. (2010), « La crise comme révélateur des enjeux de l'Union européenne », *Chronique internationale de l'IREs*, numéro spécial, *L'Etat social à l'épreuve de l'austérité*, n° 127, novembre, p. 56-71.
- Maurice J. (2009), *Salaires et crise*, Cahier Lasaire, n° 39, septembre.
- Orléan A. (1999), *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et conventions : Une synthèse théorique », in CAE, *Les crises financières*, rapport n° 50, La Documentation française, p. 241-270.
- Rainelli-le-Montagner H. (2006), « La théorie financière classique : une parenthèse de 50 ans ? », *Gérer et comprendre*, n° 84, juin, p. 24-33.
- Sapir J. (2005), *Quelle économie pour le XXI^e siècle*, Paris, Odile Jacob.
- Sauviat C. (2011), « La gouvernance des entreprises », in *L'état de la France 2011-2012*, Paris, La Découverte.