Un an après…

Jacques SAPIR
Directeur d'études à l'EHESS

Alors que l'on commémore le premier anniversaire de la faillite de *Lehman Brothers*, il convient de prendre un certain recul. Les économistes médiatiques, que l'on ne citera pas par charité se son discrédités par les diverses palinodies que nous avons pu entendre depuis 2007[1]. Souvenons nous de cet économiste, fréquemment invité à la télévision (sur France-2) et qui se permet de conseiller les socialistes français, qui déclarait à l'été 2007 que la crise était purement celle du marché hypothécaire américain et qu'elle était de toute manière sous contrôle…Il sévit encore là ou toute personne honnête serait aller cacher sa honte au plus profond d'une forêt.
Pourtant, cette crise un certain nombre d'économistes l'avaient vue venir, et parfois de très loin. Ce ne sont cependant pas eux que l'on entend le plus, que ce soit dans les médias ou la communauté académique. Comprenne qui pourra…
Par ailleurs, cette crise a connu des développements multiples. On en a rendu compte largement, et parfois quasiment au jour le jour[2]. Ces développements ont tendu cependant à faire disparaître les causes profondes de cette dernière. Il est vrai que la crise de liquidité qui s'est déclenchée à la suite de la faillite de *Lehman Brothers* a été d'une telle ampleur et d'une telle gravité qu'elle obnubile l'attention. Elle ne s'est par ailleurs que très partiellement calmé. Les écarts de taux, les « spreads », restent actuellement très sensiblement au-dessus de ce qu'ils étaient avant septembre 2008.

Aujourd'hui, la crise commencée au début de 2007 connaît donc une accalmie. À voir comment les banques ont reconstitué leurs profits, et les banquiers leur appétit illimité, on pourrait même croire qu'elle est terminée. Il n'en est rien, et la stabilisation actuelle risque d'être provisoire. Les problèmes posés par cette crise n'ont en rien été résolus par les mesures prises depuis un an.
Il est particulièrement regrettable, mais pas spécialement surprenant, que le sentiment de relative sécurité dans lequel nous sommes depuis le mois de mai nous ait conduit à renoncer aux mesures les plus importantes et les plus radicales. Les gouvernements ont, par impéritie ou par dessein, laissé s'échapper le moment de la crise qui aurait aussi pu être celui des réformes. Mais ce moment n'a été qu'ajourné et en rien conjuré. Il nous faut nous préparer à d'autres moments de ce type pour ne pas, cette fois, laisser passer l'opportunité.

---

[1] F. Lordon, « Les Disqualifiés », Miméo.
[2] Voir : J. Sapir, « Global finance in Crisis : a provisional account of the 'subprime' crisis and how we got into it », *real-world economics review*, issue n° 46, 18 May 2008, pp. ,
URL http://www.paecon.net/PAEReview/issue46/Sapir46.pdf , « Quelle ampleur et quelle durée pour la crise actuelle », *Revue du Mauss Permanente*, 19 mai 2008, URL http://www.journaldumauss.net
Par ailleurs plusieurs de mes textes ont été mis en ligne sur le site de mon ami André Gunthert, *Actualités de la recherche en Histoire Visuelle* comme : « Sept jours qui ébranlèrent la finance », in *Actualités de la recherche en Histoire Visuelle*, 22 septembre 2008, URL : http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/09/22/816-sept-jours-qui-ebranlerent-la-finance ;
« Trop peu, trop tard ? Les aventures du plan Paulson », in *Actualités de la recherche en Histoire Visuelle*, 10 octobre 2008, URL : http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/10/06/833-trop-peu-trop-tard , « Le monde qui vient », in *Actualités de la recherche en Histoire Visuelle*, 25 octobre 2008, URL : http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/10/25/850-le-monde-qui-vient
« 2009 : Récession ou Dépression ? », in *Actualités de la recherche en Histoire Visuelle*, 6 janvier 2009, URL : http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2009/01/06/903-2009-recession-ou-depression

Une crise triple.

Cette crise en réalité conjuguait trois types de temporalités, dont l'enchevêtrement a tendu par ailleurs à en obscurcir les leçons[3].
Dans le temps court, nous avons eu la crise de liquidité internationale déclenchée par la faillite de *Lehman Brothers*. Cette dernière a amplement démontré que, dans le court terme, le risque de système était très supérieur à l'aléa moral[4]. Cette crise a pris les acteurs de marché et les autorités par surprise ; elle était pourtant parfaitement prévisible. Ce risque de système, qui est bien connu de tous ceux qui étudient les crises financières, a donc dominé les représentations. Son ajournement a conduit à un sentiment de soulagement, et le soulagement a induit le relâchement. Mais, ce n'est pas parce que l'on a ajourné cette crise de système que son risque a disparu. Les marchés ne sont pas devenus « efficients », comme on le prétend[5], pour autant[6], ni l'arbitrage un moyen d'aboutir à l'équilibre[7].
La dégradation de la situation du secteur bancaire fut continue depuis le début de l'été 2007. Elle traduisait la substitution du crédit à une politique des revenus aux Etats-Unis et chez leurs clones, Royaume-Uni, Espagne, Irlande et Islande.

Cette crise assumait ainsi dans le moyen terme une seconde nature qui dépassait de loin le simple problème du marché hypothécaire américain et des « subprimes »[8]. En fait, si 54% de ces hypothèques à risque étaient titrisées en 2001, le pourcentage était passé à 75% en 2006. Globalement, avec l'explosion du marché des CDO et CLO, c'était bien le marché des produits dérivés qui était en cause. L'explosion de ce dernier, passé de 1500 milliards de dollars en 2002 à 45 500 milliards en 2007 révélait l'ampleur du problème[9].
Ce que la situation créée par la faillite de *Lehman Brothers* à mis au jour n'était autre que le processus de titrisation[10] qui a massivement généralisé ce risque et créé, sous l'apparence d'une situation de « partage du risque », toutes les conditions pour une contamination

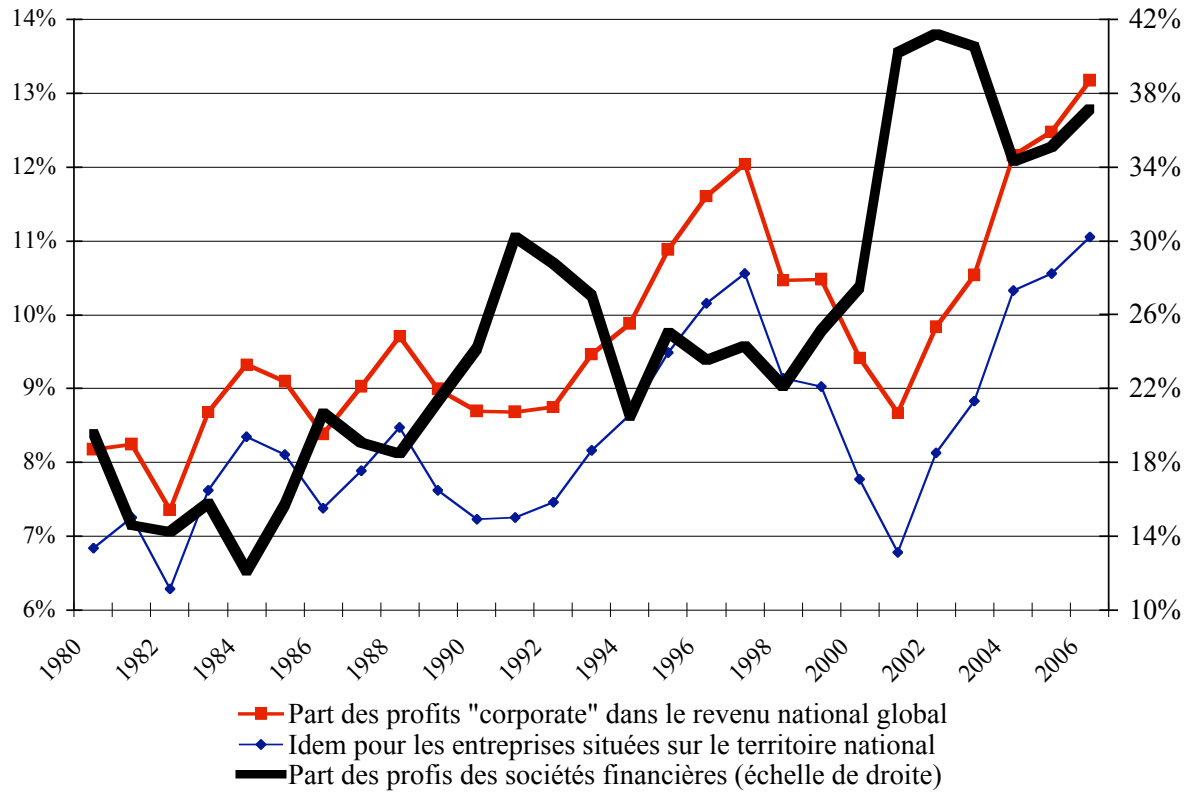
---

[3] J. Sapir, « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », *Revue de la régulation*, n°3, 2ème semestre 2008, Varia, [En ligne], mis en ligne le 30 septembre 2008.
URL : http://regulation.revues.org/document4032.html
[4] C.P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*, revised edition, Basic Books publishers, New York, NY, 1992.
[5] E. Fama, "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work" in *Journal of Finance*, Vol. 25, n°2/1970, pp. 383-417. E. Fama and K. French, "Permanent and temporary component of stock prices" , *Journal of Political Economy*, vol. 96, n°2/ 1988, pp. 246-273.
[6] S.J. Grossman et J.E. Stiglitz, "Information and Competitive Systems" in *American Economic Review*, vol. 66, n°2/1976, *Papers and Proceedings*, pp. 246-253, and "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" in *American Economic Review*, vol. 70, n°3/1980, pp. 393-408.
[7] , S.Salop, " On the Non-Existence of Competitive Equilibrium", Federal Reserve Board, St. Louis, 1976; S.Salop et J.Stiglitz,"Bargains and Ripoffs: A Model of Monopolistically Competitive Price Dispersion", in *Review of Economic Studies*, Vol.44, 1977, pp.493-510.
[8] US Congress, JEC, *The Subprime lending crisis – The economic impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got There*, Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, US-GPO, October 2007, p. 3.
[9] J.P. Morgan Credit Derivatives and Quantitative Research, « Credit Derivative : A Primer », J.P. Morgan, New York, Janvier 2007.
[10] A. B. Ashcraft and T. Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", *FIC Working Paper* n° 07-43, Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, Pa., 2007. J.P. Morgan Corporate Quantitative Research, "Credit Derivatives Handbook,", J.P. Morgan, New York, December 2006, p. 6.

généralisée du système bancaire et financier[11]. Ce problème montre que même si une régulation plus stricte est certainement nécessaire, elle ne saurait être suffisante. L'innovation financière aura toujours un moment d'avance sur la réglementation ; sauf, bien entendu, si cette dernière inclut des prohibitions comme cela avait été le cas avec le *Glass-Steagall Act* de 1933 qui fut démantelé en 1999[12]. On sait que le *Gramm-Leach-Bliley Act* fut le produit d'un lobbying puissant des grands groupes bancaires américains soutenus par le Secrétaire au Trésor de la Présidence Clinton, M. Robert Rubin. Ce dernier, après la fin du mandat Clinton, passa directement dans le groupe des conseillers de CityCorp devenu depuis CityGroup, la plus grande banque américaine.
C'est pourquoi la régulation prudentielle dont on parle tant doit s'accompagner de l'interdiction de certains types d'opérations, ainsi que du cloisonnement d'autres à certains acteurs. Sans cela elle restera un vain mot.

Mais, il y a un troisième moment dans cette crise, qui correspond cette fois à la longue durée. C'est bien l'inversion du rapport de force entre le capital et le travail, qui s'est produit dans les années 1980, qui a porté en lui cette crise.

Graphique 1
Part des profits dans l'économie américaine depuis les années 1980



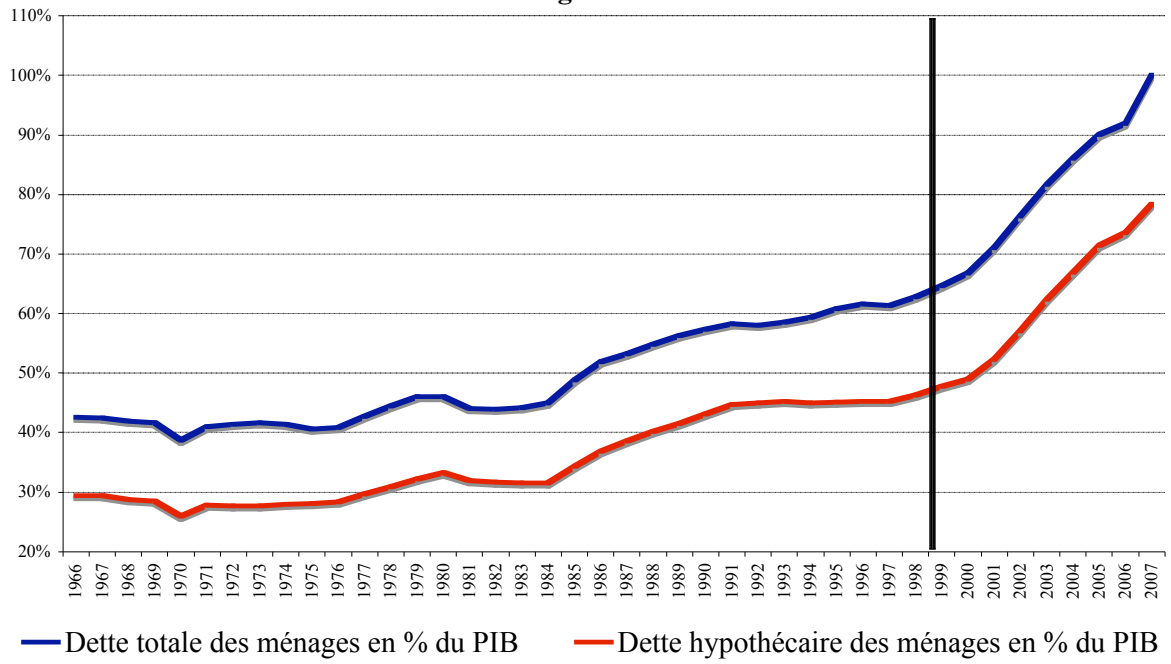
Source : Bureau of Economic Analysis et EHESS

[11] M. Gallegati, B. Greenwald, M.G. Richiardi and J.E. Stiglitz, "The Asymmetric effect of Diffusion Processes: Risk Sharing ad Contagion", *Global Economy Journal*, Vol. 8, n° 3, 2008, article 2. URL: http://www.bepress.com/gej/vol8/iss3/2
[12] Federal Trade Commission: the Gramm-Leach-Bliley Act, http://www.ftc.gov/privacy/privacyiitiatives/financial_rules.html

Quand les profits mangent progressivement la totalité des gains de productivité, on ne peut plus maintenir la demande solvable, sans laquelle, rappelons le, le capital accumulé ne peut se valoriser que par un engagement toujours plus important du crédit. C'est bien ce phénomène qui a engendré l'explosion du crédit que nous avons connu ces dernières années et qui a servi de détonateur à cette crise.

Graphique 2

Endettement des ménages américains en % du PIB



Source : Bureau of Economic Analysis et CEMI-EHESS

Il y a ici plusieurs causes à cette situation. Tout d'abord, pour affaiblir, voire briser le compromis salarial qui dominait dans les années 1950 et 1960 ; on a eu recours au découplage entre le marché sur lequel une société réalise ces profits et celui sur lequel elle recrute ses travailleurs. Ceci a pris diverses formes et porté divers nom. De la « contrainte extérieur » à la « mondialisation » nous avons eu une tendance permanente à mettre les travailleurs en concurrence pour que le moins disant et me mieux offrant puisse s'imposer[13].

Il y a eu ensuite le basculement progressif dans la « valeur actionnariale », traduction du « shareholder value ». Ce basculement, qui s'est réalisé à la fois du côté des entreprises privées et du côté des entreprises publiques que l'on a privatisées, s'est traduit par une mainmise de la finance sur les activités industrielles. Elle s'est accompagnée d'une demande pour des revenus toujours croissants, qui a exercé à son tour une pression sur les salaires des producteurs. Il y a dans ce système une certaine beauté en ceci que la rente financière est le plus souvent payée en salaires elle aussi. Elle ne saurait apparaître ainsi dans les statistiques, mais elle explique l'emballement des rémunérations du secteur de la finance et du petit groupe social qui y est associé.

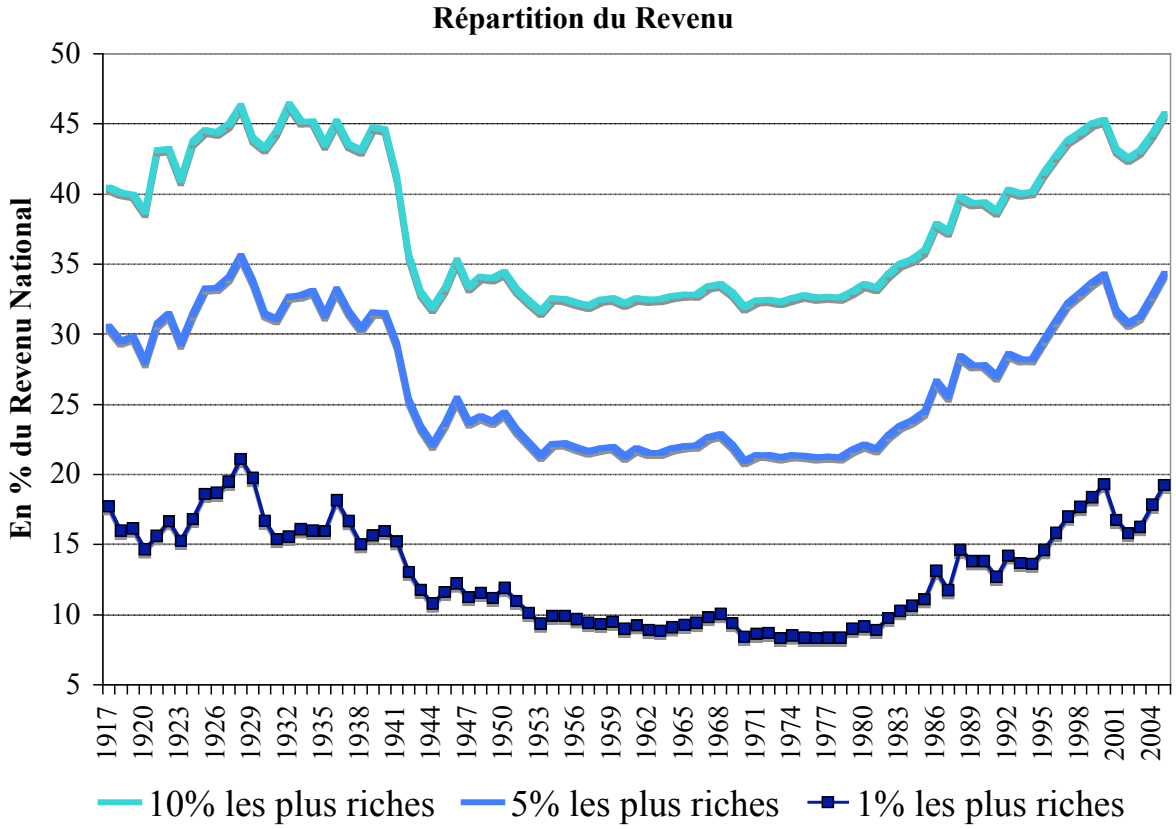
---

[13] J. Bivens, "Globalization, American Wages, and Inequality" *Economic Policy Institute Working Paper*, Washington DC, 6 Septembre 2007. P. Artus, "Quels risques pèsent sur les salaries européens?", *Flash-Economie n°2006-153*, April 11th, 2006, IXIS, Paris. See also, P. Atrus, "Pourquoi l'ouverture aux échanges semble être défavorables dans certains cas?", *Flash-Economie n°2004-53*, February 17th, 2004, CDC-IXIS, Paris.

Il y a eu enfin les politiques fiscales, qui se sont contracté et qui ont déplacé l'essentiel du fardeau des entreprises vers les ménages. La concurrence fiscale, ici encore, a joué un rôle extrêmement important. Notons cependant que cette concurrence ne peut jouer que parce que nos économies se sont ouvertes. Ces politiques fiscales ont ainsi progressivement, et de manière différenciée suivant les pays, abouti au démantèlement des systèmes de protection publique qui avaient été mis en place dans les années 1950 et 1960 et à la paupérisation progressive des classes moyennes[14]. Elles ont servi de prétexte au développement des fonds de pension qui a donné un nouvel élan à la financiarisation, avant de se révéler un piège pour ceux qui y avaient investi, comme on l'a vu au Etats-Unis, en Grande-Bretagne et en Irlande dans le feu de la crise actuelle.

Ces politiques se sont traduites par un accroissement important des inégalités, nous ramenant pour le cas des Etats-Unis à la situation d'avant 1929.

Graphique 3
Évolutions des inégalités aux Etats-Unis



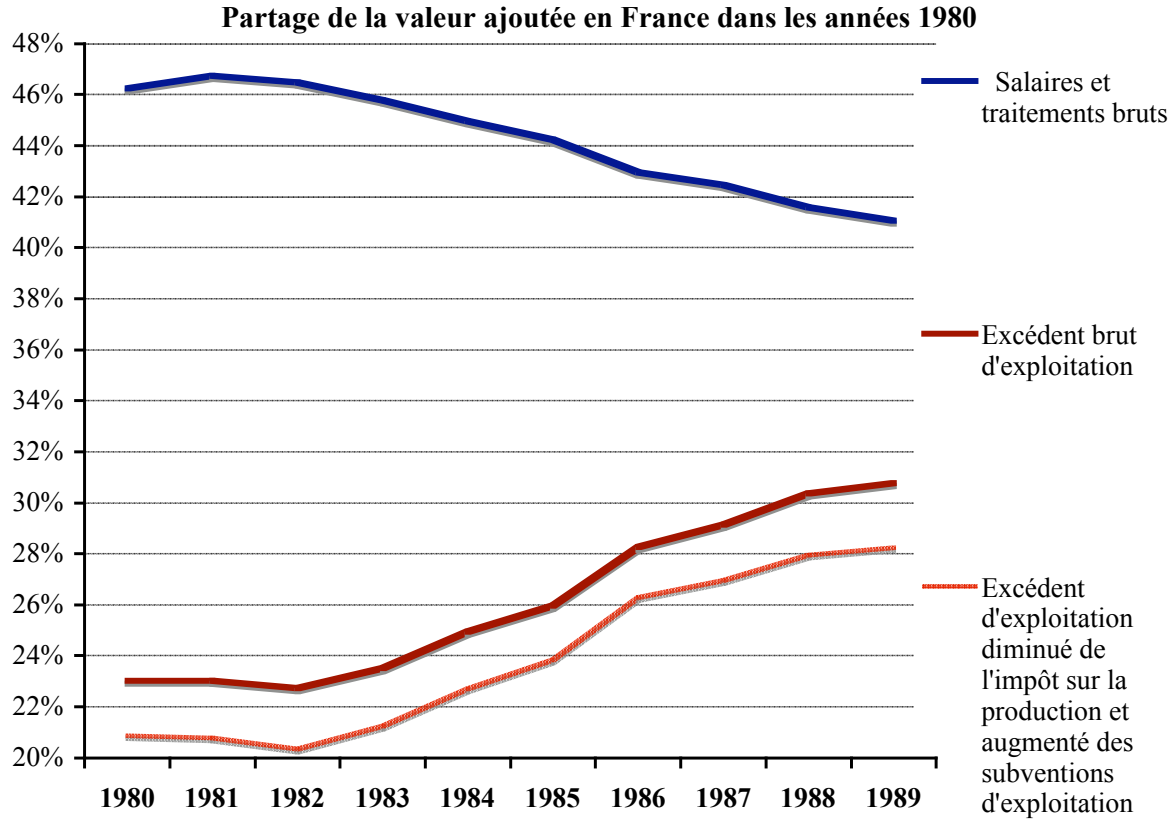
Source: T. Piketty and E. Saez, "Income Inequality in the United States", *Quarterly Journal of Economics*, February ,2003. Donnée mises à jour par les auteurs sur la base des statistiques de l'IRS.

[14] R. Bigot, « Hauts revenus, bas revenus et « classes moyennes ». Une approche de l'évolution des conditions de vie en France depuis 25 ans », *Intervention au colloque « Classes Moyennes et Politiques Publiques » organisé par le Centre d'Analyse Stratégique*, Paris, 10 Décembre 2007.

Mais, elle existe aussi en France ou le 1% le plus riche accumulait en 2005 plus de 6,7% des revenus[15], tandis que l'écart de ce centile avec la médiane (le niveau de salaire partageant l'échantillon des salaires en deux parties égales) ne cesse d'augmenter depuis les années 1980[16].

C'est bien dans le partage des richesses qu'il faut chercher la cause profonde de cette crise. Tant que l'on y aura porté remède, il ne saurait y avoir que des replâtrages. De ce point de vue, la question des inégalités n'est pas, pour l'essentiel, une affaire de morale et d'éthique, encore que l'on voit bien comment ces inégalités attaquent le tissu de nos sociétés. Il s'agit d'un facteur qui est éminemment économique. Tant que l'on n'aura pas une distribution plus juste des revenus, on ne saurait avoir les conditions stabilisées de valorisation du capital.
Mais, il faut aussi savoir que toute politique visant à rétablir une meilleure répartition, et à reconstruire un lien entre le marché sur lequel une entreprise réalise ses profits et celui sur lequel elle recrute ses travailleurs, condition obligée du compromis salarial, se heurtera aux intérêts accumulés, en particulier dans la sphère médiatique, par la couche des enrichis du système.

Graphique 4
Le tournant des années 1980 en France



Source : INSEE

La combinaison de ces différents facteurs s'est elle aussi faite sentir en France, en particulier lors du premier septennat de François Mitterrand, où la combinaison de la politique de

[15] C. Landais, « Les hauts revenus en France (1998-2005). Une explosion des inégalités ? », *Document de travail de l'ecole d'économie de Paris*, 2007, Paris.
[16] INSEE, enquête à partir des DADS (Déclarations Annuelles de Données Sociales).

Jacques Delors et de celle de Pierre Béregovoy produisit un mouvement similaire sur la valeur ajoutée. Cette politique a été, en dépit de l'appartenance au Parti Socialiste de ses auteurs, l'équivalent pour la France de la politique de Ronald Reagan aux Etats-Unis ou de Margaret Thatcher en Grande-Bretagne.

La crise actuelle a donc des causes profondes, qui plongent leurs racines dans les années 1980. Elle repose aussi sur la conjonction de ces trois temporalités. C'est bien pourquoi le répit que nous connaissons actuellement ne peut être que passager. Nous sommes bien entrés dans une crise de longue durée.

Comme avant ?

La question des banques et des bonus focalise actuellement l'attention. Il faut cependant comprendre que si elle est symptomatique, et révélatrice, elle reste un épiphénomène. Les profits des banques se sont donc reconstitués.
À cela il n'y a rien d'étonnant. Les banques se refinancent à des coûts extrêmement faibles (de 0,25% aux Etats-Unis à 1% suivant les pays de l'OCDE). Elles ont dans le même temps considérablement resserré leurs conditions de crédit, et ont a affronter une concurrence qui a sensiblement diminué. Que les banques fassent des profits dans ces conditions n'est nullement étonnant ; ce qui serait étonnant serait qu'elles n'en fassent point!
Dans le même temps, on voit refleurir le système des primes et des bonus qui a été associé à la période précédente. Notre Président peut bien clamer que « cela ne peut recommencer comme avant » et menacer de quitter le sommet du G-20 sur un esclandre, notre Ministre des Finances, Mme Lagarde, donner des garanties ; en réalité les banques et les banquiers n'ont rien changés à leurs habitudes. Il faut dire qu'on ne les y pas contraints, en France et ailleurs[17].

Nul ne sait si les dispositions proposées conjointement par la France et l'Allemagne trouveront un écho favorable après le prochain G-20 qui doit se tenir à Pittsburgh. À dire vrai, on est enclin à penser que non, si ce n'est sous la forme de mesures limitées. Il n'est guère coûteux de s'accorder sur un « encadrement » des différentes, dont le futur nous révèlera qu'il sera probablement appliqué à des doses homéopathiques.
La mécanique infernale est à nouveau en marche, des fusions-acquisitions à la titrisation. Il y a cependant de bonnes raisons à cela : c'est elle qui fait gagner de l'argent aux Banques. Quant aux risques, elles sont rassurées par l'engagement de l'Etat à leurs cotés.
C'est un système qui est à la fois profondément immoral et économiquement pervers. Les banques, en mélangeant directement et indirectement les activités de marchés à celles de crédit, se sont mises dans une situation dite de « coercive deficiency » soit dans une situation ou leur faiblesse apparente contraint les autres acteurs[18].
Qu'elles accumulent ainsi brutalement des pertes dans des spéculations hasardeuses ou sur des marchés spéculatifs et les gouvernements, qui ne peuvent se permettre l'enraiement ou pire encore l'effondrement du système de crédit, seront obligés d'intervenir. Que la situation s'améliore, et les immenses marges de profits de la titrisation et des activités de marché leurs sont à nouveau ouvertes. Ces marges par ailleurs ne profitent nullement à l'activité de crédit

---

[17] M. Deen et D. Tweed, « Stiglitz Says Banking Problems Are Now Bigger Than Pre-Lehman », *Bloomberg*, 14 septembre 2009, URL : http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601068&sid=a7UTn7JFw1qk#

[18] Sur le sens de cette stratégie, T.C. Schelling, *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press, Cambridge (MA) et Londres, 1960.

qui devient ainsi le parent pauvre de leurs activités, mais un parent pauvre nécessaire car c'est de lui que dépend le sauvetage des banques.

C'est donc un système où les banques sont d'avance gagnantes car il est le produit de l'association de ce que l'on doit considérer comme un « bien public », le système de crédit, à des activités hautement rémunératrice car hautement risquées. La dissociation des profits et du risque a toujours et partout entraîné ce que l'on appelle un « échec de marché ». Il est plus que temps d'en tirer les leçons, mais ce n'est pas dans cette voie que l'on s'est engagé.
Il convient donc de bien réfléchir à ce qu'implique un tel système, si nous ne voulons pas *ad nauseam* être obligé de répéter le même scénario. Les banques se sont impliquées de plus en plus dans les activités de marché, soit directement, soit indirectement en prêtant à des fonds d'investissement spéculatifs ou à des entités créées pour cela, les « Special Purpose Vehicles ». De ce fait, elles ont accumulé la part des risques, directs et indirects, dans leurs bilans mais aussi la part des profits. Elles ont développé des départements spécifiques, où se concentrent les fameux « Traders » dont les primes ont suscité la colère de la plupart d'entre nous.

Cette évolution des banques, connue sous le nom de « banque universelle », s'est même en un sens renforcé dans la crise. Nous avons vu les principales banques d'investissement américaines passer sous le contrôle des banques de crédit. Il faut dire que ces dernières avaient par ailleurs largement diversifié leurs activités.
Dès lors, l'activité de crédit peut être mobilisé au profit de la spéculation tout en garantissant l'établissement contre le retournement de cette dernière, car il sait bien quelles seraient les conséquences d'une faillite de ces monstres que sont devenus les banques. Si nous sommes bien en plein dans ce que l'on appelle « l'aléa de moralité » (Moral Hazard), ce n'est pas tant à cause de l'action des gouvernements, qui n'ont guère d'autre choix que de sauver les banques en cas de crise, mais du fait de la situation de « coercive deficiency » dans laquelle se sont délibérément mises les banques. Pour pouvoir éviter l'aléa de moralité, il aurait fallu non pas seulement sauver les banques mais les nationaliser, pour ensuite rendre obligatoire la distinction entre activités de crédit et celles de marchés,et enfin sévèrement limiter ces dernières.
Il semble donc bien que la leçon de la faillite de *Lehman Brothers* ait été oubliée, et en particulier par l'administration Obama. Selon Camden R. Fine, le président du *Independent Community Bankers of America* :

> « *One year after the demise of Lehman Brothers Holdings Inc. paralyzed the financial system, "mega-banks'' are as interconnected and inscrutable as ever. The Obama administration's plan for a regulatory overhaul wouldn't force them to shrink or simplify their structure* »[19].

Quant à Joseph Stiglitz, il conclut par :

> "*We aren't doing anything significant so far, and the banks are pushing back,"*[20].

---

[19] A. Fitzgerald et C. Harper, « Lehman Monday Morning Lesson Lost With Obama Regulator-in-Chief », Bloomberg, le 11/09/2009, URL : http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&refer=top_news&sid=aUTh4YMmI6QE
[20] M. Deen et D. Tweed, « Stiglitz Says Banking Problems Are Now Bigger Than Pre-Lehman », op.cit.

En fait, les banques qui ont survécu à la tourmente provoquée par la faillite de *Lehman Brothers* se sont toutes efforcées d'atteindre une taille telle que, pour elles, la faillite sera devenue impossible. Le système n'a donc nullement changé, si ce n'est en pire, et une nouvelle crise peut ainsi survenir à tout moment.
Ce n'est donc pas du sommet du G-20 qu'il faut attendre une grande réforme du système bancaire, et J. Stiglitz a déjà qualifié « d'outrage » la position de principe qui a été prise avant la réunion de Pittsburgh. Rien ne semble donc pouvoir arrêter la pression des banques pour socialiser les pertes et privatiser les profits, si ce n'est – bien entendu – une nouvelle crise.

Dans les faits, on s'est contenté de puiser dans les Banques Centrales et dans les budgets des États les moyens pour sauver les banques. Le cas du très discutable et très discuté plan « TARP » pour les Etats-Unis est connu, mais le scénario a été le même en Europe. Les sommes qui ont été mises à la disposition des banques ont été importantes, et cela en particulier en Allemagne.

Table 1
Volume des dettes bancaires garanties par la puissance publique dans le cadre du volet « aide à la liquidité » des plans de soutien.

	Enveloppe en milliards d'Euro.	Volume émis au 1er Juin 2009
Allemagne	400	70
Royaume-Uni	275	107
France	265	72
Italie	209	32

Source : Bloomberg, 25/05/2009 et *Conjoncture*, BNP-Parisbas, n° 7-8 2009, p. 15

Table 2
Volet aide à la solvabilité des plans de soutien

	Enveloppe en milliards d'Euro	Injection de capitaux publics	En % des injections totales	En % des pertes et dépréciations passées
Allemagne	80	46,5	77%	72%
Royaume-Uni	75	37,0	32%	39%
France	21	17,4	49%	55%

Source : *Conjoncture*, BNP-Parisbas, n° 7-8 2009, p. 14

Ces sommes sont relativement élevées, et ce d'autant plus que des nouveaux volumes sont appelés à être émis dans le cadre de l'aide à la liquidité des banques. Ainsi, dans le cas de l'Allemagne, l'exposition au risque en Europe centrale et orientale est importante. Les banques espagnoles, quant à elles, seront certainement contraintes d'avoir elles aussi recours à l'aide publique.
Ces sommes dépassent ainsi, et de beaucoup, celles qui ont été consacrées à l'économie « réelle ». Par ailleurs, celle-ci n'a pas réellement bénéficié de l'aide accordée aux banques, qui ont spectaculairement réduit leurs crédits aux entreprises. La contraction du crédit lié à la politique des banques a été générale, même si elle a eu un degré de sévérité très différent d'un pays à l'autre. Après avoir connu une phase d'intensité très élevée durant cet hiver, elle tend

actuellement à s'amoindrir, mais elle est loin d'avoir disparu, et le crédit est loin d'avoir retrouvé en Europe son niveau d'avant la crise.

Table 3
Montants des plans de relance en Europe

	Autriche	Belgique	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Espagne	Royaume Uni
Plan de relance (% PIB)	2.4	0.9	1	2.64	0.2	1	4.6	1.5
En montant	4,1	3,2	21	61,6	3,5	6,5	51,4	28,5
Stabilisateurs automatiques (% PIB)	0.47	0.52	0.53	0.51	0.53	0.53	0.44	0.45
Déficit budgétaire en 2008	-0.6	-0.5	-3	0	-2.5	1.2	-1.6	-4.2
Dette publique en 2008 (% du PIB)	55.80	84.38	64.19	63.00	101.76	46.86	36.87	46,19
PIB	292.12	357.77	1995.00	2566.36	1621.36	605.87	1117.62	1890.2

On constate immédiatement la disproportion qui existe entre l'argent mis à la disposition des banques et ce qui est mis à la disposition des économies. Cependant, faute de contrôles suffisamment rigoureux les banques n'ont en rien changé leurs stratégies. Il faut donc s'attendre, et ce à relativement brève échéance, à de nouveaux mécomptes en ce domaine.

La stabilisation ?

La question du soutien qui fut accordé, contraint et forcé, aux banques est d'autant plus moralement scandaleuse qu'il ne s'est accompagné d'aucune contrainte exercé sur ces dernières et qu'elle se produit alors que nous sommes loin d'être sortis de la crise.

Certes, nous avons connu depuis le mois de juin une stabilisation, que l'on peut aussi constater en Allemagne et aux Etats-Unis. Elle s'explique facilement. Les entreprises ont massivement réduit leurs stocks à la suite de crise de liquidité de l'automne dernier. Elles sont obligées de les reconstituer. Ajoutons à cela des mesures publiques, bénéfiques à court terme (comme la fameuse « prime à la casse » dans le secteur de l'automobile), mais d'un effet douteux à long terme, des effets d'aubaines dans l'immobilier suite à la massive chute des prix (surtout aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne), et le développement très rapide de produits hautement spécialisés comme les « mini-micro » ordinateurs. On a là l'explication des résultats encourageants enregistrés ces trois derniers mois. Mais, rien ne permet de dire qu'ils seront durables.

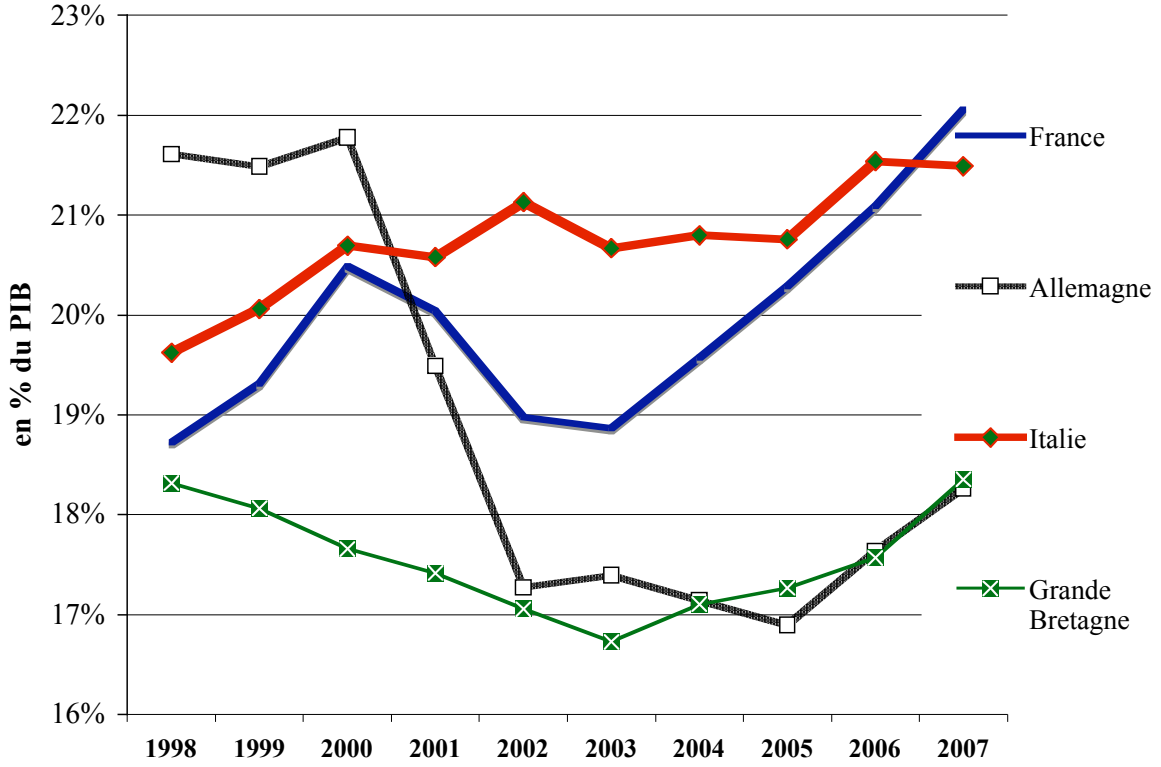
Les fondamentaux des économies restent très déprimés. Aux Etats-Unis, l'effondrement du marché immobilier entraîne des pressions à la baisse de l'activité que vient renforcer l'accroissement du taux d'épargne des ménages. Il en avait certes bien besoin, étant tombé en 2007 à 0,4% du revenu disponible. Le crédit à la consommation s'est aussi contracté de 10%, à la fois du fait des ménages qui empruntent moins que du fait de la politique de crédit des principales banques américaines.

Le taux de chômage y a atteint 9,7% au mois de juin, alors qu'il était à 4,7% au début de 2007. Par ailleurs, une enquête menée par le congrès révèle que le nombre de chômeurs réels pourrait être très sensiblement plus élevé. Des chiffres de 14% à 16% de la population active sont ainsi évoqués. En fait, les chiffres relativement bons que l'on observe depuis le mois de juin sont largement liés aux aides considérables qui ont été octroyées. La croissance est aujourd'hui tiré essentiellement par les dépenses publiques, qui ne pourront maintenir le rythme des engagements financiers qu'elles ont consentis. Une fraction croissante des analystes parie sur le « double dip » ou la reprise de la crise dans un délai de moins de 12 mois[21].

En Europe aussi les mauvaises nouvelles s'accumulent à l'horizon. Les banques allemandes apparaissent comme extrêmement vulnérables à la combinaison d'un risque interne et d'un risque externe, lié à leurs engagements en Europe centrale et orientale[22]. Par ailleurs, comme toute économie majoritairement exportatrice, l'économie allemande a été durement touchée par la crise. L'économie espagnole est elle aussi en grand danger, et le taux de chômage y a atteint 17% au mois de juillet. Ceci explique l'importance du plan de relance, même si ce dernier ne peut pour l'instant que freiner et non inverser le mouvement de l'économie.
Le taux d'investissement a aussi beaucoup souffert de la crise.

Graphique 5

Évolution du taux d'investissement



Source : Eurostat

[21] T. R. Homan et A. Tanzi, « U.S. Economic Growth to Slow as Car Rebates End, Survey Shows », *Bloomberg*, 11/09/2009, URL : http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aD52sG7ougWg

[22] C. Choulet, « Banques allemande : des failles exacerbées par la crise », *Conjoncture*, BNP-Parisbas, n° 7-8, 2009, pp. 5-20.

Avant la crise, des divergences importantes se faisaient jour en Europe, au point que l'on pouvait parler d'un mécanisme « d'Euro-divergence »[23]. Ce dernier n'a pas été éteint par la crise, mais l'investissement a partout baissé.
Il faut ici signaler que, bien souvent, on inclut sous le nom d'investissement trois opérations qui sont distinctes. Il y a ainsi d'abord l'engagement en capital nécessaire au cycle de production. Il a été très fortement touché par la contraction du crédit de cet hiver, mais tend aujourd'hui à se reprendre. C'est aussi ce qui explique la reprise actuelle. Venant après un dé-stockage massif, les entreprises ont dû reconstituer les stocks.
Il y a ensuite le renouvellement de l'outil de production. Ceci a été freiné, et le vieillissement de l'appareil productif est apparent dans plusieurs branches. Il y a enfin le développement de l'outil de production vers des techniques et des produits nouveaux. Ceci aussi a été fortement freiné par la crise.
Il y a donc un « grippage » généralisé du processus d'investissement. Le gouvernement a mis l'accent sur la question du crédit aux entreprises. Le succès de cette politique a été très relatif, faute de mesures réellement radicales, et de très nombreuses PME/PMI continuent de se plaindre de l'attitude des banques. Ce n'est pas un « médiateur » du crédit qu'il aurait fallu nommer mais c'est bien à une réquisition des banques qu'il aurait fallu procéder durant cet hiver. Au-delà, la question des mécanismes du second et du troisième investissement se pose. Les banques sont extrêmement réticentes à s'engager à long terme. Ceci pose le problème de la responsabilité sociale des banques dans une situation ou l'État leur est venu massivement à l'aide. De plus, il faut savoir que la réglementation européenne contraint tout gouvernement par les obstacles qu'elle met à l'investissement public et au soutien actif apporté aux entreprises.
Dans une situation où les banques ne veulent pas s'engager hors du court terme, l'Europe apparaît bien comme un facteur de crise supplémentaire du fait de ses réglementations.

Au mieux peut-on parler de stabilisation dans le processus de crise. Mais, les mécanismes de la croissance apparaissent bien comme brisés. La reprise du mouvement des gains de productivité se faisant dans un contexte marqué par une atonie de la demande, il faudra s'attendre à de nouveaux plans de licenciement à partir du mois d'octobre. L'année 2010 ne devrait pas être marquée par un retour à la croissance, mais bien par une phase de stagnation, dans un environnement marqué par des pressions déflationnistes, e particulier dans la zone Euro[24].
Ces dernières seront renforcées par la poursuite, et l'approfondissement, du mécanisme de déflation salariale. Les pays d'Europe Centrale et Orientale ont d'ores et déjà brutalement dévalué leurs monnaies, venant ainsi aggraver la situation où la combinaison de leurs niveaux de salaires et de productivité vient déstabiliser en profondeur les économies du cœur historique de l'Europe. Le mouvement des délocalisations est appelé à reprendre de plus bel dès 2010.

Il y a cependant des signes encourageants, mais il faut les chercher hors d'Europe et des pays développés. La reprise de l'économie chinoise a été plus forte et plus rapide que prévue[25].

---

[23] J. Bibow, "Global Imbalances, Bretton Woods II and Euroland's Role in All This" in J. Bibow and A. Terzi (eds), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?*, New York (NY), Palgrave Macmillan, 2007.
[24] C. De Lucia, « Inflation, anticipations d'inflation et risques de déflation pour la zone Euro », *Conjoncture*, BNP-Parisbas, n°6, 2009, pp. 19-32.
[25] « China Recovery Quickens as Production, Lending Climb (Update3) », *Bloomberg News*, Bloomberg, 11/09/2009, URL :

Mais, cette dernière risque de reposer sur un nouvel envol des exportations chinoises, essentiellement vers l'Europe cette fois. En ce sens, ce pourrait même être une très mauvaise nouvelle pour les économies européennes.

La question du déficit budgétaire et le futur de la zone Euro.

Le contexte est par ailleurs potentiellement déprimé par la réaction des opérateurs de marchés comme d'une partie de la presse et des économistes de cette dernière à la montée des déficits publiques. Cette dernière est effectivement spectaculaire. On sait que le déficit des Etats-Unis a atteint 13% pour l'année fiscale 2009, et qu'il restera élevé en 2010. En France, par le jeu croisé d'un déficit d'environ 5% et de la baisse du PIB, on devrait atteindre le 72% du PIB pour la dette, chiffre comparable à celui de l'Allemagne. D'une manière générale, il est clair que nous sortirons de la crise avec des finances publiques dans un état très dégradé, et des niveaux de dette qui sont compris entre 80% et 120% du PIB.

C'est déjà l'occasion pour certains, de D. Cohen à J. Peyrelevade, de promettre de mesures d'austérité, qui viendraient casser tout espoir de retour à la croissance.
Il est clair que le problème des finances publiques se pose, mais pas de la manière dont on veut bien le voir. Une politique fiscale relativement agressive est possible, si on accepte de la cibler. La montée d'un groupe social de « super-riches » est certainement une invitation à une fiscalité plus juste, et plus sévère.
Mais, plus fondamentalement, ce sont les entreprises et leurs profits qu'il faudra bien taxer sous une forme ou sous une autre. Ces profits n'ont pas été gardés par les entreprises et n'ont pas servi aux investissements. Ils ont servi à alimenter la spéculation sur divers actifs financiers. Une fiscalité sur les profits distribués afin de reconstituer les moyen d'investissement de la puissance publique apparaît comme une solution possible, mais elle se heurtera au processus de concurrence fiscale qui est à l'œuvre à l'intérieur de l'Europe. Disons le, on ne retrouvera une capacité à taxer de manière plus juste qu'à travers soit un accord, très peu probable en l'état actuel, soit à travers des mesures protectionnistes.

Il y a une autre solution, qui devra être appliquée conjointement pour éviter le pire. La Banque Centrale Européenne devrait s'engage à financer les déficits des États qui sont liés soit aux divers plans de relance, soit à des mesures d'investissement (ce qui exclut les déficits liés aux dépenses courantes) à taux zéro. Après tout, elle prête bien au banques à un taux qui n'en est guère éloigné. Il y aurait ici une profonde logique à ce que la BCE vienne soutenir l'action budgétaire des États de la zone Euro, et par ailleurs combatte la tendance à la hausse de l'Euro. Mais, il est clair qu'il est peu probable que M. Jean-Claude Trichet et ses collègues s'engagent sur une telle voie, qui est pourtant la seule qui nous permettrait une sortie de la crise dans de bonnes conditions. Pris dans la logique de la politique dite de « ciblage d'inflation »[26], ils maintiendront un cadre relativement restrictif et n'accorderont des facilités qu'aux banques privées[27].

---

http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aiaH06uYGCy0#

[26] Cette politique a été résumée dans M. Goodfriend, "How the World Achieved Consensus of Monetary Policy", in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, n°4, 2007, pp. 47-68. Voir aussi B.S. Bernanke et F.S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New framework for Monetary Policy" in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n°1/1997, pp. 97-116. Pour la politique de la BCE : P. Surico, "How Does the ECB Targets Inflation?", *ECB Working paper Series n°229*, ECB, Frankfurt, May 2003.

[27] L. Beni Smaghi, "Conventional and Unconventional Monetary Policy", *Keynote Lecture at the Internationa Center for Monetary and Banking Studies*, ICMB, April 28th, 2009, Basel. C. De Lucia,

L'absence d'harmonisation fiscale et sociale en Europe, combinée avec le conservatisme de la BCE, ne laissera donc pas d'autres issues que le choix entre une nouvelle période de fort chômage et de croissance déprimée ou le recours à des politiques nationales réellement novatrices. Ces dernières pourraient entraîner des remises en causes radicales, que ce soit dans le cadre de l'OMC, dans celui de l'Europe, ou celui de la zone Euro.

En fait, la crise de cette dernière se profile déjà à l'horizon. La Grèce a été particulièrement touchée par la dimension monétaire de la crise et la surévaluation persistante de l'Euro. L'industrie Grecque trouve ses marchés hors de la zone euro, et elle bénéficie d'un retour d'un flux de services qui est usuellement libellé en Dollars. Avec un Euro qui a dépassé le 1,45 USD on conçoit que les finances publiques Grecques soient au plus mal. Cela vaut au pays un rating de A-. L'écart des taux avec l'Allemagne, qui était de 20 points de base avant la crise[28], s'est stabilisé à 134 points, après une phase où les 300 points avaient été atteints.
Les élections du 4 octobre prochain, qui porteront probablement l'opposition de gauche au pouvoir, ne laisseront comme choix à la Grèce que de trouver des expédients pour se maintenir dans la zone Euro, et retarder ainsi l'heure des échéances de 18 à 24 mois, soit de décider de quitter la zone Euro au printemps prochain.
L'Italie, quant à elle, se prépare à émettre des bonds titrisés au futur sur sa dette publique[29]. Ceci pourrait paraître une bonne idée, si elle n'avait pas été abandonnée en 1999 avec l'adoption de l'Euro, qui devait justement protéger les monnaies qui entraient dans le système de telles fluctuations. Le fait qu'il faille à nouveau émettre des bonds au futur est le signe très net que les effets de l'Euro ne se font plus sentir sur le marché des dettes publiques. En fait, on voit que l'Euro a perdu dans cette crise son principal effet positif, qui était celui de faire converger les rendements des dettes publiques[30]. Certes, les taux ne sont plus aussi élevés qu'ils le furent au mois de mars dernier. Mais, outre la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Irlande montre des écarts de taux très élevés.

La question d'une sortie de l'Euro est aujourd'hui posée pour plusieurs pays, et se posera demain pour d'autres, en raison des effets dépressifs qu'aura un Euro fort[31]. Ceci était largement prévisibles[32]. On voit bien cependant que toute stratégie de sortie se heurte à deux obstacles : le niveau des taux d'intérêts et le niveau de la dette publique, aujourd'hui libellé en Euro.
Ces deux obstacles ne sont cependant pas rédhibitoires.
En ce qui concerne les taux d'intérêts, il est clair que l'adoption d'une convertibilité en compte courant, en lieu et place de la convertibilité en compte de capital qui prévaut aujourd'hui[33], accompagné d'une forte dévaluation par rapport à l'Euro, permettrait de stabiliser ces monnaies sans avoir à monter inconsidérément les taux d'intérêt. Pour ce qui est

---

"BCE: mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire", *EcoWeek 09-21*, May 2009, Paris, BNP-Paribas.
[28] Un point de base est équivalent à 0,01%.
[29] A. Worrachate, « Italian Bond Futures Offer Proxy to Hedge Greek, Irish Debt», *Bloomberg*, 11/09/2009, URL : http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a1na80VTdbyM
[30] M. Aglietta, "Espoirs et inquiétudes de l'Euro" in M. Drach (ed.), *L'argent - Croyance, mesure, spéculation*, Éditions la Découverte, Paris, 2004, p. 237.
[31] F. Cachia, "Les effets de l'appréciation de l'Euro sur l'économie française", in *Note de Synthèse de l'INSEE*, INSEE, Paris, 20 Juin 2008.
[32] J. Sapir, « La Crise de l'Euro : erreurs et impasses de l'Européisme » in *Perspectives Républicaines*, n°2, Juin 2006, pp. 69-84.
[33] D. Rodrik, , "Who needs Capital-Account Convertibility ?" in *Essays in International Finance n°207*, Princeton University, Mai 1998.

de la dette publique, il est clair que pour les pays les plus endettés un défaut limité s'impose. Il s'accompagnera obligatoirement d'une impossibilité de se fournir en capitaux sur les places extérieures et devra s'accompagner d'un refinancement par la Banque Centrale de la partie du déficit qui n'est pas lié aux dépenses de fonctionnement.

Cette mesure est souvent crainte en raison des risques d'hyper-inflation qu'elle contient. Il convient de souligner ici que les épisodes d'hyper-inflation ont toujours été liés à un déficit massif du budget qui était totalement financé par la Banque Centrale. Si, dans le cas des pays sortant de la zone Euro, la Banque Centrale accepte de prendre en charge uniquement le déficit liés à la crise et celui lié aux nouveaux investissements publics, le risque apparaît comme très largement contenu.
Soigneusement préparée, et accompagnée de politiques judicieuses, une sortie de la zone Euro n'est pas le « saut dans l'inconnu » que l'on veut bien nous présenter mais en réalité la seule politique capable de résoudre les problèmes de ces pays.

À terme, on peut espérer que ceci aboutira à une refonte sur un mode plus réaliste, de la zone Euro et de la coordination monétaire à l'échelle européenne. Une Monnaie Commune, viendrait alors chapeauter les monnaies nationales qui verraient leurs parités de change fixées vis-à-vis de cette Monnaie Commune. Des ajustements réguliers de parité viendraient corriger les effets de rythmes d'inflation différents entre les pays concernés et ceux-ci seraient libres d'avoir la politique monétaire requise pour atteindre le plein-emploi. Cette Monnaie Commune serait seule convertible en des monnaies « hors zone », mais dans le cadre d'une convertibilité de compte courant.
On dira qu'une telle politique ferait obstacle aux mouvements de capitaux. Il n'en serait rien pour les investissements à long terme. Quant aux capitaux à court terme, ils se sont avérés être avant tout une cause de déstabilisation des économies[34]. En fait, même le FMI aujourd'hui le reconnaît :

> « *...certains produits complexes et a niveaux multiples ont ajouté peu de valeur économique au système financier. Au-delà, ils ont très probablement exacerbé la profondeur comme la durée de la crise* »[35].

On voit ainsi que la question n'est pas de savoir si Paris est et restera une « grande place financière », comme l'agitent tous ceux qu'hérisse le principe même du contrôle sur les primes des opérateurs des marchés financiers, mais de savoir au contraire comment nous pourront nous dégager de cette emprise de la finance sur l'économie.
Le G-20 de Pittsburgh sera à cet égard d'une certaine manière décisif, en cela qu'il entérinera très probablement un recul de la position Française mais camouflé sous le masque de grands principes et justifié au nom de la préservation de la coordination internationale. Cependant, les divergences sont aujourd'hui trop importantes pour qu'une régulation internationale, qui ne se limite pas à des simples belles paroles, soit encore possible.

Il apparaît ainsi que les problèmes qui sont dès aujourd'hui ceux de pays comme la Grèce ou l'Irlande, pourraient bien devenir ceux de la France d'ici deux à trois ans. Nous devrons faire le choix entre la régression et la rupture, que ce soit sur la question du protectionnisme ou sur

---

[34] L. Miotti et D. Plihon, « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », in *Economie Internationale*, n°85, 2001/1, pp. 3-26.
[35] IMF, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Global Financial Stability Report, April 2008, Washington DC., p. 54

celle de l'Euro. Ce choix, il faudra au départ le faire seul, même s'il est clair que notre position ouvrira une brèche dans le consensus et pourra servir par la suite de base de départ à de nouvelles coordinations. Tel sera le choix de l'élection Présidentielle de 2012 et telle sera la base du programme sur lequel il faut commencer dès aujourd'hui à se rassembler.