

# macro économie et finance : scénarios pour 2010

Francisco Padilla  
Conseiller politique à Ecolo  
et chercheur-associé à Étopia

décembre 2009



## 1 Introduction

---

Un an après l'effondrement des marchés financiers internationaux initié aux États Unies la plupart des médias et voix officielles s'acharnent à décoder dans les dernières statistiques économiques les signes de la reprise -ou du moins du fait que « le pire serait derrière nous ». Il est à cet égard symptomatique de constater la croissance exubérante des cotations des actifs financiers intervenue dans les principales places boursières mondiales depuis quelques mois après la panique qui a suivi l'explosion de la bulle des *subprimes*. Par delà l'interprétation qu'il faut donner à ces signaux des marchés, la plupart des analystes s'accorde cependant pour affirmer que le degré d'incertitude reste considérable. Si bien qu'il n'est pas possible à ce stade d'écartier l'hypothèse d'une rechute une fois passés les effets immédiats des plans de relance, ou encore, un scénario à la japonaise caractérisé par une longue période de stagnation ayant suivi l'éclatement des bulles spéculatives locales au début des années 90.

On a beaucoup insisté sur le fait que certaines institutions financières seraient « trop grandes pour faire faillite ». Le corollaire du caractère systémique de la crise actuelle est le fait qu'aucune pièce de l'édifice, aussi modeste ne soit-elle, n'est négligeable. Le degré d'interconnexion de l'économie globale est tel que l'effondrement d'un segment du marché immobilier américain jugé comme étant « relativement modeste » avant l'effondrement des marchés a amorcé le déclenchement de la pire crise économique internationale depuis la Grande Dépression qui a suivi le krach boursier de 1929. Quelle que soit la trajectoire de l'économie mondiale dans les mois et années qui viennent, les effets de la crise financière se feront ressentir pendant des longues années et débouchent d'emblée à l'heure actuelle sur une socialisation des coûts de grande ampleur. Ces effets auront vraisemblablement un impact tout aussi dévastateur que disproportionné sur les catégories les plus précaires de la population, notamment dans les pays en développement<sup>1</sup>.

**En tout état de cause, l'économie européenne se trouve à l'heure actuelle dans une impasse profonde.** Il est question d'une part, de limiter les prises de risque excessives et corrélativement les effets leviers financiers, et donc les niveaux de crédit qui ont précédé la crise. Il est question d'autre part, de relancer la croissance. Cependant, toutes choses égales par ailleurs, dans les conditions économiques internationales actuelles de déflation des coûts salariaux (voir encadré ci-dessous), cela passe par ... une relance de la croissance du crédit en tant que moteur de la demande.

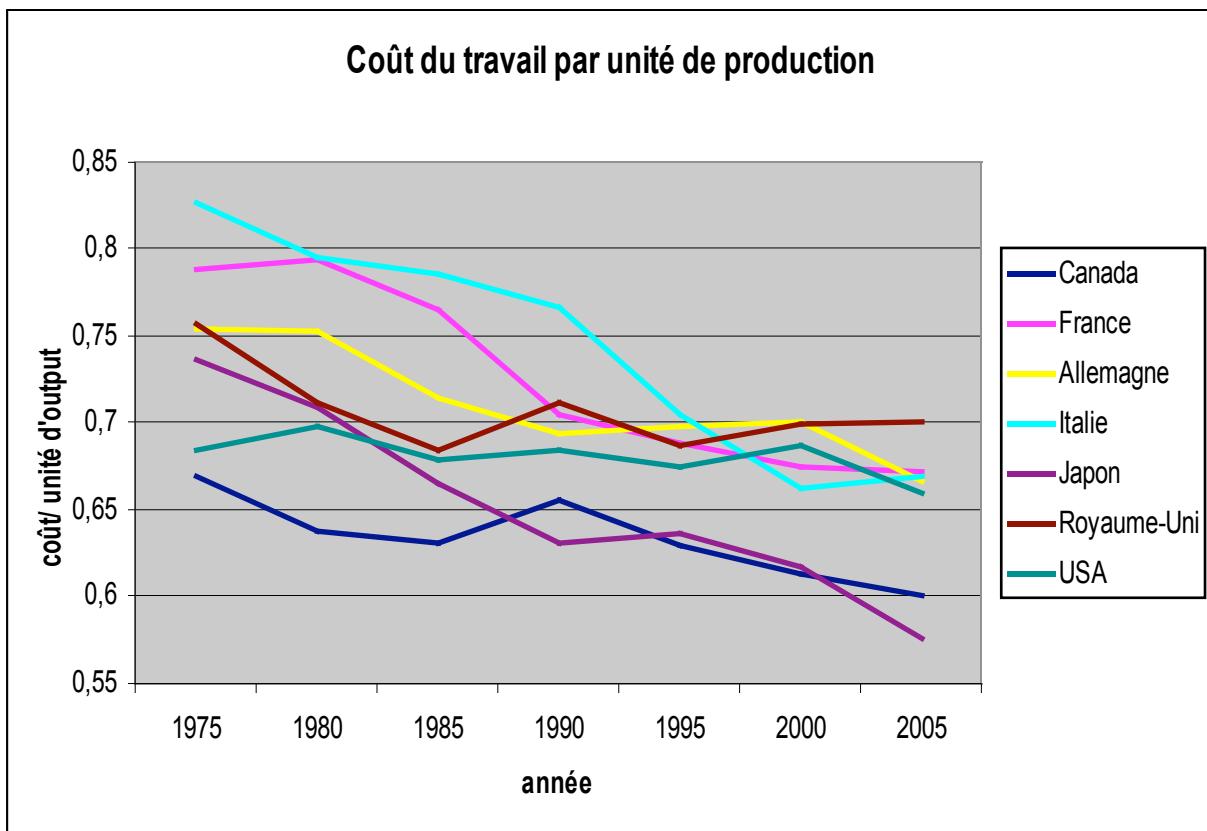
Comme nous le verrons par la suite, la réponse européenne et internationale à la crise relève à l'heure actuelle à nos yeux davantage d'une fuite en avant dangereuse que d'une réelle prise en charge des défis posés par cette impasse. Les modalités des plans de sauvetage sans précédent des banques mis en œuvre par les gouvernements et les Banques Centrales sont en train de déboucher sur un regain très inquiétant d'appétit pour le risque qui pourrait se solder à court/moyen terme par l'éclatement de la nouvelle bulle financière en formation et la rechute dans la récession. Il est dès lors indispensable de décoder la situation actuelle et de suivre très attentivement l'évolution de l'économie internationale dans les semaines et mois qui suivent. Dans cette optique, cette note s'attachera dans un premier à procéder à un état de lieu des développements macroéconomiques et financiers récents au niveau européen et international pour ensuite dessiner les contours de deux scénarios possibles pour l'année 2010.

---

<sup>1</sup> «Pour les 1,5 milliard de salariés dans le monde, des temps difficiles sont à venir», a déclare récemment le Directeur Général de l'OIT Juan Somavia. «Une croissance économique faible, voire négative, combinée à des prix alimentaires et énergétiques hautement volatiles, va amputer les salaires réels de nombreux travailleurs, en particulier les bas salaires et les ménages les plus pauvres. Les classes moyennes seront également sérieusement affectées».

### Encadré I : évolution du coût unitaire du travail et des besoins de financement

Le rapport de l'OIT *World of Work Report 2008 : Income Inequalities in the Age of Financial Globalization* met notamment en évidence que la globalisation financière est caractérisée par une concurrence exacerbée où les variables d'ajustement par excellence, aussi bien dans la plupart des pays en développement que dans les pays développés, ont été les coûts salariaux, et plus particulièrement les coûts salariaux des déciles inférieurs<sup>2</sup>.



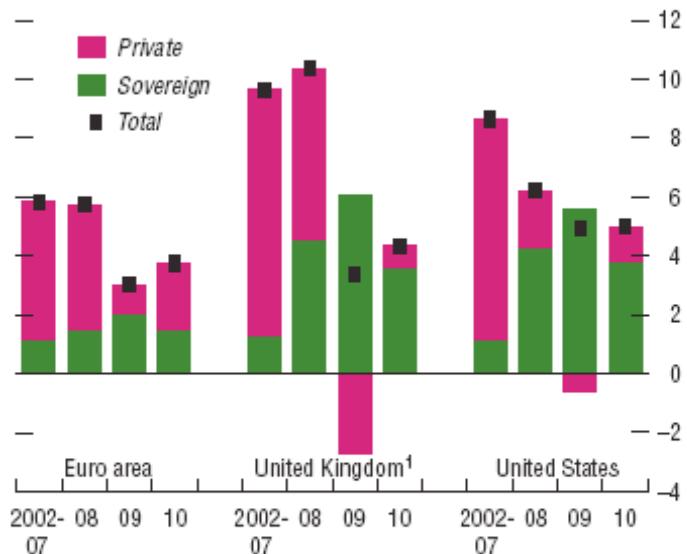
Source des données du graphique OCDE

Comme le met en lumière le graphique ci-dessus, les coûts de travail par unité de production ont significativement reculé depuis la fin des trente glorieuses dans toutes les économies du G7. Les données de l'OCDE et de l'OIT montrent par ailleurs qu'il en va de même pour l'ensemble des pays riches et une majorité des pays en développement. Le graphique met notamment en évidence que cette réduction a connu une accélération importante dans les trois économies avancées les plus importantes : les USA, le Japon et Allemagne depuis la crise financière asiatique de la fin des années 90 qui s'est notamment soldée par une forte exacerbation de la concurrence commerciale internationale. L'évolution de la distribution des revenus durant les trente dernières années de globalisation financière débouche à l'heure sur une double aggravation des inégalités : accroissement d'une part, de la part des revenus du capital dans la valeur ajoutée de la plupart des économies mondiales et accroissement, d'autre part, des inégalités entre salariés au bénéfice des cadres supérieurs et au détriment du reste des salariés. Dans ces conditions de déflation généralisée des coûts salariaux, l'accroissement de la demande agrégée s'est accompagnée d'une expansion du crédit. De fait, comme le met en évidence le graphique ci-dessous, la croissance de la dette du secteur non financier (et les besoins de

<sup>2</sup> En s'appuyant sur les derniers chiffres de croissance du FMI, le BIT prévoit que la croissance mondiale des salaires réels atteindra au mieux 1,1 pour cent en 2009, comparé à 1,7 pour cent en 2008, mais les salaires devraient décliner dans un grand nombre de pays, y compris dans les principales économies. De manière générale, la croissance des salaires dans les pays industrialisés devrait baisser, de 0,8 pour cent en 2008 à -0,5 pour cent en 2009. Le rapport du BIT montre que cette sombre perspective se profile après une décennie pendant laquelle les salaires n'ont pas progressé au même rythme que la croissance économique. Rapport disponible à l'adresse : [http://www.ilo.org/global>About\\_the\\_ILO/Media\\_and\\_public\\_information/Press\\_releases/lang--fr/WCMS\\_100784/index.htm](http://www.ilo.org/global>About_the_ILO/Media_and_public_information/Press_releases/lang--fr/WCMS_100784/index.htm)

financement projetés pour 2009 et 2010), aussi bien aux USA que dans l'UE, ont été supérieurs à la croissance économique durant la période qui a précédé l'éclatement de la crise (qui dans le meilleur des cas n'a pas dépassée 4% aux USA et 3,5% dans l'UE durant la même période).

**Figure 1.29. Growth of Nonfinancial Sector Debt:  
History and Projected Borrowing Needs  
(In percent)**



Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002–07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

<sup>1</sup>There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

graphique nous permet également de mettre en évidence qu'en l'absence d'une croissance significative des besoins de financement des secteurs publics la contraction du crédit et de la production en 2009 et 2010 auraient été bien supérieures.

## 2 États des lieux et diagnostic des développements macroéconomiques et financiers

### 2.1 Quelques indicateurs économiques choisis

Les indicateurs d'activité économique montrent une amélioration claire par rapport au dernier trimestre de 2008 et le premier semestre de 2009. La décroissance de l'activité économique aurait connu un point d'inflexion à la fin de l'hiver dernier et selon des estimations et données préliminaires du FMI, de l'OCDE et de la Commission européenne, la plupart des pays développés, seraient sortis de la récession et auraient recommencé à croître<sup>3</sup> durant l'été. En revanche, les indicateurs d'emploi connaissent une aggravation sévère des deux côtés de l'atlantique. Comme le met en évidence la *Déclaration annuelle 2009 de la zone euro* de la Commission européenne «(...) il est encore trop tôt pour se prononcer avec certitude sur la vigueur et la solidité de la relance. Les banques travaillent à renforcer leurs ratios de solvabilité, aidées par une politique monétaire favorable et par les mesures de sauvetage, mais la stabilisation des marchés financiers n'a pas encore débouché sur des résultats concrets en termes d'offre de crédit à l'économie, qui s'est ralentie considérablement tout au long du premier semestre 2009. Les perspectives de pertes

<sup>3</sup> Il faut noter que des divergences importantes ont lieu entre les différents pays membres de l'UE. LA France et l'Allemagne sont déjà sortis de la récession. Le Royaume-Uni aurait connu un très léger taux de croissance au troisième trimestre alors que des pays comme l'Espagne, l'Irlande et les pays baltes sont toujours dans le rouge.

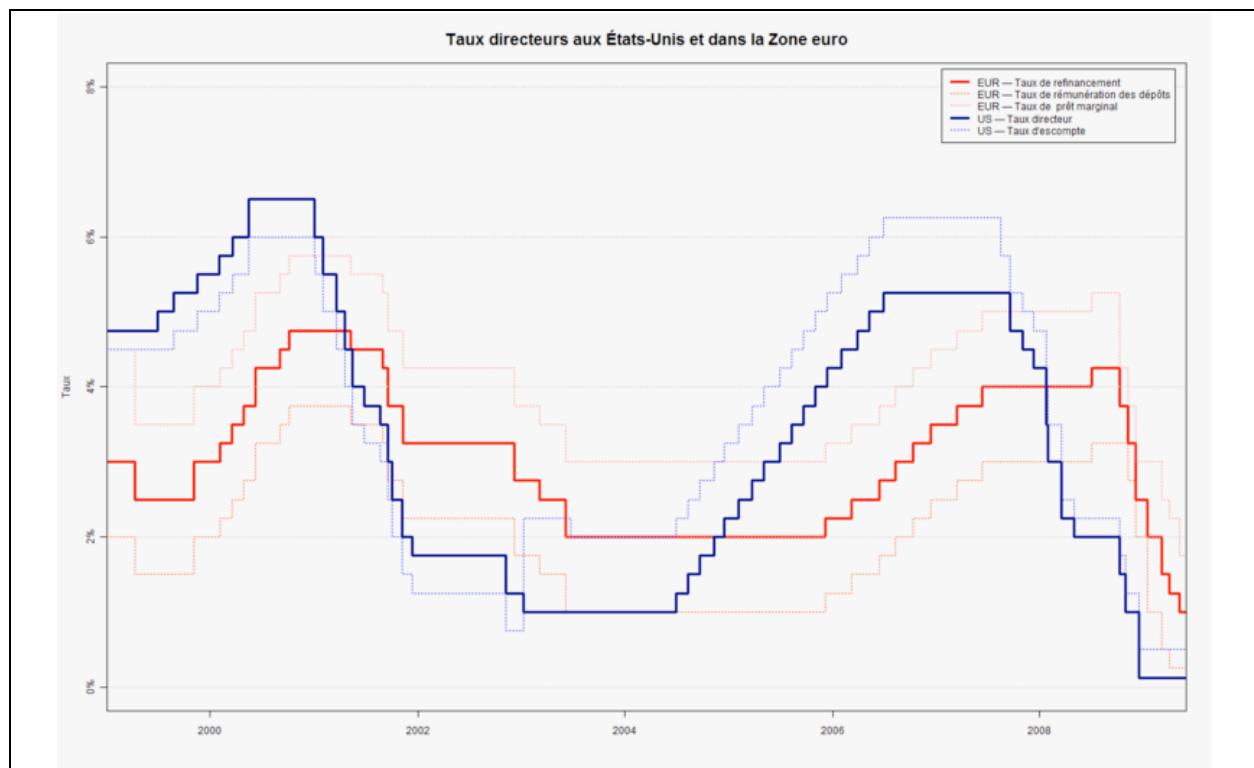
d'emplois sont une autre source d'incertitude et d'inquiétude. En revanche, il ne faut pas sous-estimer le volume considérable de mesures de relance qui doivent encore être mises en œuvre. D'une manière générale, il est difficile pour l'heure de se prononcer sur le caractère durable de la relance. » La croissance exubérante des indicateurs boursiers, la volatilité des taux de change et la croissance des prix des matières premières, notamment du pétrole, témoignent par ailleurs du regain d'appétit pour le risque de la part des acteurs secteur financier. Nous y reviendrons.

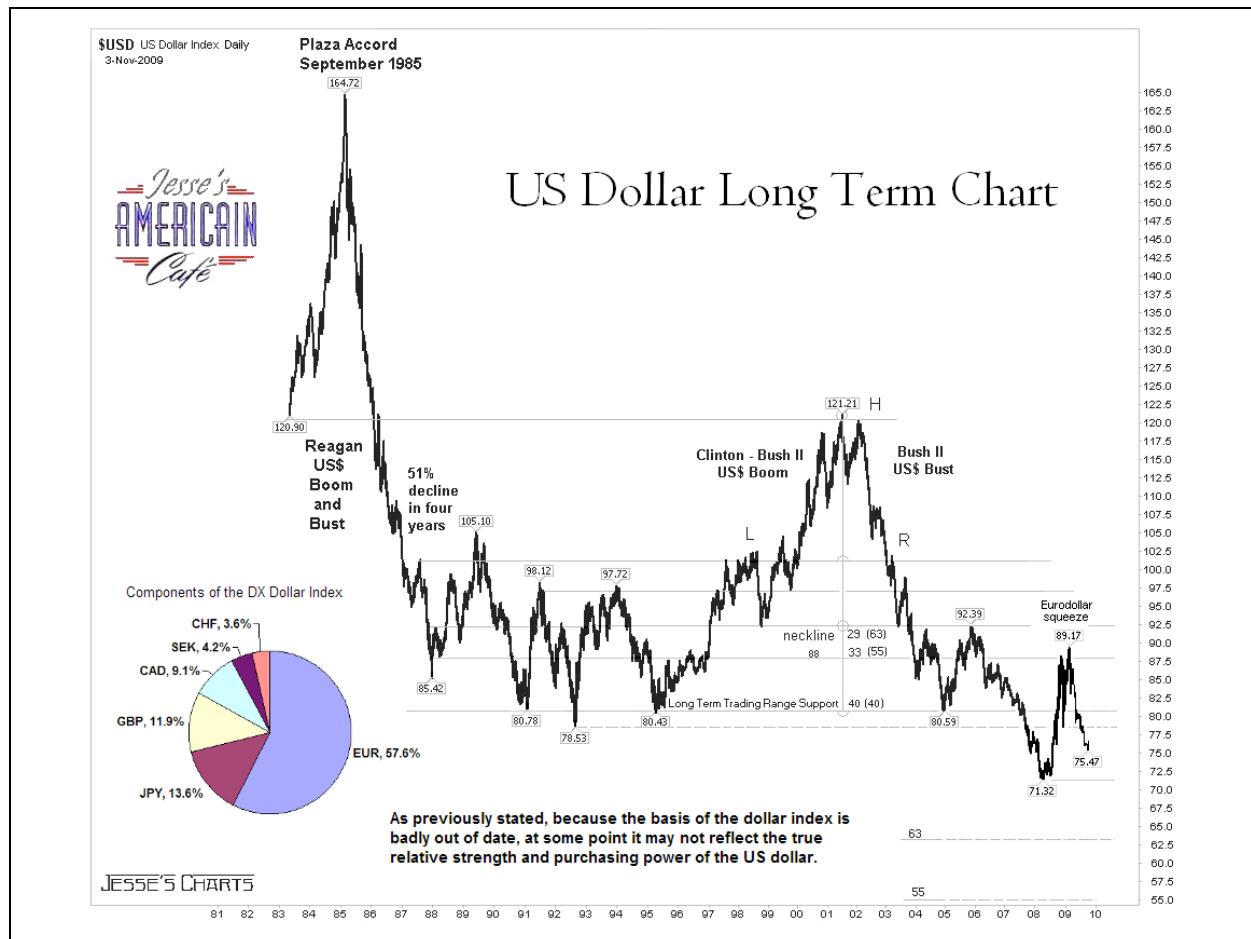
- Activité Économique : Selon les dernières prévisions intermédiaires publiées par les services de la Commission en septembre 2009, la croissance devrait chuter de 4 % en 2009 dans la zone euro, un pourcentage inchangé par rapport aux prévisions du printemps 2009. Le ralentissement plus marqué que prévu de l'activité au premier trimestre a été compensé par une stabilisation plus rapide que prévu durant le deuxième, notamment en Allemagne et en France. Aux USA la croissance devrait connaître une contraction de 2,7%. Il existe un consensus chez les économistes sur le fait qu'une partie très significative de la reprise de l'activité constatée dans les économies avancées résulte de l'ampleur plans de relance et donc de la dépense publique. En l'absence du recours à l'endettement public l'issue la plus vraisemblable aurait été une déflation généralisée et une dépression économique mondiale. D'après l'OCDE les économies avancées se trouveraient plusieurs points de leurs PIB respectifs en dessous de leurs capacités potentielles de production.
- Emploi : les indicateurs d'emploi continuent à se dégrader. D'après Eurostat les taux de chômage de l'UE et de l'eurozone ont connu une augmentation continue durant toute l'année pour atteindre 9,2% (9,7% dans l'eurozone) en septembre. Le nombre de personnes sans emploi dans l'UE a atteint 22 millions en septembre 2009, soit 5 millions de plus qu'un an auparavant. C'est le chiffre le plus haut depuis 1999. Le chômage devrait continuer à s'accroître en 2010 et atteindre le chiffre de 25 millions de personnes en 2010 selon l'OCDE. Aux USA le taux de chômage d'octobre a été de 10,2%, c'est-à-dire, le taux le plus haut depuis 26 ans.
- Crédit et endettement privé/public : la contraction du crédit durant 2009 est très significative. D'après le dernier rapport mensuel de la Banque Centrale Européenne, les prêts au secteur privé se sont contractés pour la première fois depuis que la mesure agrégée au niveau européen existe (1992) à un taux annuel de -0,3% en septembre. Si le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 et du crédit total reste positive c'est grâce à la forte croissance de l'endettement public qui à connu un taux de croissance annuel de 13,6%. Le dernier rapport annuel de l'eurozone de la Commission européenne met en évidence que « L'accroissement des déficits budgétaires et la croissance faible ou négative, ainsi que le soutien apporté au secteur bancaire, entraînent une augmentation significative des dettes publiques. On prévoit désormais que le déficit budgétaire moyen de la zone euro passera de 2 % du PIB en 2008 à plus de 5 % en 2009. Sur la base des projections et des projets actuels, le déficit de la zone euro devrait encore se creuser en 2010 pour atteindre 6½ % du PIB, tandis que la dette publique s'établirait à 84 % du PIB en 2010, ce qui représente une progression de 18 points de pourcentage par rapport à 2007. En 2009, pratiquement tous les États membres de la zone euro, sauf peut-être Chypre et le Luxembourg, afficheront des déficits publics supérieurs au seuil de 3 % du PIB, et certains d'entre eux s'en écarteront largement. » Aux USA la contraction du crédit privé est encore plus brutale. L'agrégat monétaire M3 connaît une contraction annuelle de 5%, c'est-à-dire un taux sans précédent depuis la Grande Dépression et le crédit privé s'est contracté de 14% entre juin et août 2009. L'endettement public américain devrait également s'accroître très significativement durant les années à venir pour atteindre 110% du PIB en 2014 selon le FMI.
- Taux d'intérêt et indicateurs de la politique monétaire : les taux directeurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) et de la Banque Centrale Américaine (FED) continuent à être historiquement faibles et de manière générale les conditions de refinancement des banques continuent à être très avantageuses (voir encadré ci-dessous). Comme nous le verrons plus loin ces conditions monétaires débouchent de facto

sur une subsídiation publique du secteur financier de grande échelle. **Les bilans des deux banques centrales** (actuellement 2 trillions de US dollars pour 1 trillions d'US dollars avant la crise pour la FED et 1,8 trillions d'euros pour la BCE pour 1,2 trillions à la veille de la crise) se ont considérablement gonflés depuis un an ce qui témoigne de l'ampleur de leur soutien aux intermédiaires financiers.

- **Taux de change :** comme le met en évidence le deuxième graphique de l'encadré II, l'évolution du dollar par rapport à un panier pondéré de monnaies connaît depuis quelques mois une diminution significative, ce qui fait reposer une partie du coût de l'ajustement économique américain sur les partenaires (notamment de l'eurozone) dont les monnaies ont connu une appréciation depuis l'éclatement de la crise. Le niveau de transactions de change ont par ailleurs connu une fébrilité importante depuis l'éclatement de la crise.

*Encadre II : évolution des taux directeurs des banques centrales et évolution du dollar par rapport à un panier de devises (sources BCE et FED et DX dollar idex)*





- **Inflation :** les taux d'inflation seront historiquement faibles en 2009 au sein de l'UE. Le taux annualisé d'octobre 2008 à octobre 2009 est de 0,3% dans l'UE et de -0,3% dans l'eurozone et devraient atteindre 1,3 et 0,6% respectivement en 2010.
- **Indices boursiers :** les places boursières ont connu une croissance exubérante depuis janvier (entre 15 et 40% dans les pays riches et bien davantage dans les places boursières des pays émergeants dont 80% en Chine) et plus particulièrement depuis mars. En contraste avec les données historique cette inflation des prix des actions s'accompagne simultanément d'une inflation des prix d'autres actifs financiers tels que les obligations et l'or. La plupart des analystes s'accorde pour affirmer que cette expansion relève à l'heure actuelle d'une bulle financière qui devrait déboucher une correction d'autant plus sévère que l'expansion se poursuivra dans les semaines et mois à venir.
- **Autres indicateurs choisis :** après le pic du prix du pétrole en dollars début 2008 les cours se sont effondrés en pleine tourmente pour reprendre vigoureusement depuis février 2009. La valeur actuelle tourne autour de 80 dollars le baril ce qui constitue un prix historiquement haut. Il en va de même pour les cours de la plupart des autres matières premières. Cependant dans la mesure où le dollar a perdu du terrain par rapport aux autres grandes devises, il en ressort que le prix du baril en euros a connu une augmentation plus modérée. D'après l'OCDE le volume du commerce international se serait stabilisé depuis quelques mois après une chute sévère depuis le troisième trimestre de 2008. Les déséquilibres de balance courante, notamment entre la Chine et les USA demeurent significatifs en dépit d'une réduction des déficits/surplus depuis l'éclatement de la crise.

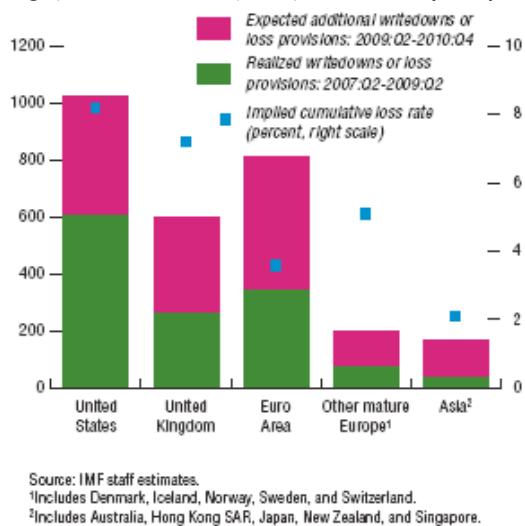
## 2.2 État de lieux du système bancaire européen un an après la crise

Selon les rares éléments divulgués publiquement des tests de résistance (*stress test*) du secteur bancaire européen menés durant l'été par le Comité Européen des Contrôleurs Bancaires (CECB), les vingt-deux principales banques européennes pourraient devoir acter des pertes supplémentaires pour 400 milliards d'euros d'ici la fin de l'année 2010<sup>4</sup>. Ces données sont concordantes avec les estimations du dernier *Global Financial Stability Report* d'octobre 2009 du Fonds Monétaire International qui estime par ailleurs que les banques européennes auraient déjà inscrit dans leurs bilans des pertes pour environ 400 milliards d'euros pour la période comprise entre le début de la crise et le deuxième semestre 2009. En avril dernier, le FMI estimait que les banques européennes auraient besoin de 375 milliards de dollars d'injections de capital pour trouver des seuils de solvabilité acceptables. Pris de court, les gouvernements nationaux et la Commission européenne avaient d'abord contesté ces données sans pour autant fournir une estimation alternative. Jusqu'à présent l'UE n'a pas joué la carte de la transparence et semble toujours très hésitante à lever le voile sur l'état du système bancaire européen. Il est à cet égard révélateur que le rapport issu des tests de résistance du CECB et les hypothèses retenues pour élaborer ces tests de résistance n'aient pas été rendues publiques.

Ces tests auraient montré que les 22 banques scrutées seraient "suffisamment capitalisées", selon le ministre des Finances suédois Anders Borg, dont le pays préside l'UE. Certaines voix critiques se sont aussitôt empressées de signaler que si tel était effectivement le cas il n'y aurait donc pas de raison de garder la confidentialité sur les données et la méthodologie relative à ces tests. Le diagnostic optimiste des leaders européens contraste également avec les analyses du FMI qui estime toujours que le secteur bancaire européen serait sous-capitalisé d'environ 300 milliards d'euros si l'on utilise comme seuil normatif de robustesse un ratio TCE de 4%<sup>5</sup>.

Les rares données méthodologiques rendues publiques sur les tests menés en Europe et aux USA ont toutefois essuyé des très nombreuses critiques qui ont mis en exergue la faiblesse des hypothèses retenues et la complaisance des testeurs vis-à-vis des modèles d'évaluation des risques utilisés par les institutions testées<sup>6</sup>.

*Pertes attendues (rouge) et réalisées (vert) des banques par région en millions de dollars*



<sup>4</sup> L'ampleur des pertes totales est chiffré à environ 3,6 trillions de dollars, c'est-à-dire environ 7% du PIB mondial.

<sup>5</sup> Il s'agit du ratio (capitaux propres durs tangibles/actifs totaux) d'une banque. Les capitaux propres durs tangibles mesurent la quantité de capital qui devrait être reçue par les propriétaires de la société en cas de liquidation de celle-ci. Ce ratio qui est plus exigeant que les ratios de Bâle II équivaut à approximativement à un effet levier 25 (pour chaque euro apporté par les propriétaires de la société, celle-ci s'endette pour 25 euros) en cas de liquidation.

<sup>6</sup> Les estimations des pertes du *think tank* indépendant RGE Ecomonitor considéré comme une référence en la matière estime notamment que les pertes probables du secteur bancaire américain consolidé dépassent de loin ses capitaux propres, ce qui rendrait le secteur comme un tout insolvable toutes choses égales par ailleurs.

Les hypothèses retenues par le FMI ont également essuyé des critiques très sévères car l'institution assume notamment que les prix actuels des actifs problématiques reflètent correctement leur valeur réelle alors qu'il est généralement admis que les prix actuels sont artificiellement gonflés par les mesures de soutien public (voir ci-section suivante).

En bref, on ne peut qu'avoir la plus grande circonspection par rapport aux chiffres avancés par les différentes estimations concernant la solvabilité des banques. Estimations qui sont de toutes manières fortement tributaires de l'évolution de la situation macroéconomiques durant les mois et années à venir. De manière corollaire, étant donné l'opacité avec laquelle ont été menés les tests on ne peut que faire preuve d'une très grande méfiance vis-à-vis de la complaisance affichée par les autorités européennes sur la solvabilité du secteur bancaire européen. Et ce, d'autant plus que les ratios et indicateurs utilisés par les autorités européennes pour jauger de la solvabilité des institutions sont les mêmes que ceux qui étaient utilisés à la veille de la crise pour affirmer que les banques étaient suffisamment robustes et résilientes...

### 2.3 Bilan des réformes en matière de régulation

En dépit des déclarations d'intention des G20 et des Conseil Européens qui ont ponctué la gestion de la crise<sup>7</sup>, le bilan en matière de régulation financière est particulièrement négatif, et comme nous le verrons ci-dessous, il ya lieu de parler à certains égards de régression. Les décisions portant sur le contenu des réformes annoncées en matière de gestion des risques, d'exigences des capitaux, de supervision et de révision de l'architecture financière internationale ont été pour l'essentiel remises à plus tard (pour 2010 ou pour 2012). Le paysage financier un an après la chute de *Lehman & Brothers* est plus concentré qu'un an plus tôt. Certaines grandes banques systémiques « *too big to fail* » sont encore plus grandes qu'à la veille de la crise, d'autres sont chancelantes et sous-capitalisées. Et le secteur bénéficie de garanties publiques explicites et implicites moyennant des contreparties modiques qui n'ont pas manqué de lui rendre l'appétit pour le risque.

En effet, le secteur bancaire n'a pas seulement bénéficié de recapitalisations publiques et de garanties gouvernementales explicites élargies sur les dépôts et certaines obligations. Il a eu également accès à un élargissement qualitatif et quantitatif des refinancements apportés par les banques centrales. Ces refinancements débouchent *de facto* sur une subvention publique du secteur octroyée sans aucune forme de contrôle démocratique.

La gamme d'actifs acceptés comme collatéral<sup>8</sup> des prêts de la Banque Centrale Européenne (BCE) depuis octobre 2008 s'est fortement élargie et comprend notamment des actifs titrisés de faible qualité<sup>9</sup>, si bien que des nombreuses banques internationales ayant des filiales dans l'eurozone en ont saisi l'opportunité pour restructurer et retitrifier des actifs à l'intention de la BCE ne pouvant pas être utilisés comme collatéraux ailleurs<sup>10</sup>. Cependant, ni la BCE ni les autres banques centrales britannique et américaine n'ont voulu divulguer l'évaluation qu'elles font de la valeur des actifs

<sup>7</sup> Voir l'annexe qui reprend la feuille de route du G20 et de l'Union Européenne en la matière.

<sup>8</sup> Un collatéral est un actif transférable ou une garantie apportée, servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire ses obligations de paiement.

<sup>9</sup> "As regards repos and collateralised loans, the most extreme departure from the 'Treasuries only' model has been the ECB. The Eurosystem accepts as collateral in repos and at the discount window an astonishingly wide range of private securities, including most asset-backed securities, as long as they have a rating of at least BBB-. This collateral policy has been implemented in such a loose and generous way, that international banks with subsidiaries in the Eurozone have packaged and wrapped securities they could not use as collateral anywhere else in formats that made them eligible collateral at the Eurosystem. (...)with many technically insolvent or near-insolvent banks as counterparties (including quite a few of the German Landesbanken and the Spanish Cajas), the true exposure of the ECB is bound to be higher than it is willing to own up to. The Eurosystem has on its books large amounts of loans to dodgy banks secured against poor collateral. The resulting credit risk falls entirely and entirely inappropriately on the ECB. (...)There are good grounds for suspecting that many of these loans were not even priced properly *ex ante* to reflect the associated credit risk, but were instead handed out on terms that implied an *ex-ante* quasi-fiscal subsidy. None of the three central banks, the Fed, the ECB or the Bank of England have been willing to reveal how they value illiquid collateral. Requests to make public either the pricing models or the actual valuations of all illiquid private securities offered as collateral have been systematically stonewalled by the central banks. That makes it impossible for external assessors to determine whether an *ex-ante* subsidy was involved in the terms and conditions of the loans", Willem Buiter, *Should central banks be quasi-fiscal actors?*

« illiquides » et de faible qualité qu'elles acceptent désormais en contrepartie des facilités de crédit qu'elles apportent aux banques. Ce faisant, l'ampleur des subsides que les banques centrales sont en train d'octroyer au secteur bancaire reste à ce stade une information strictement confidentielle. Cependant, la valeur réelle de ces actifs acceptés comme contreparties est de toute évidence très inférieure aux valeurs nominales des actifs. Par conséquent, les montants de ces subsides seront vraisemblablement considérables. Et de surcroît ils auront été attribués selon des modalités sans commune mesure avec les aides publiques apportées aux autres secteurs de l'économie. Il n'est de fait pas superflu de faire remarquer que ces subsides publics découlant du transfert des risques privés vers le secteur public sont accordés sans aucune forme de contrôle démocratique étant donné l'indépendance des Banques Centrales.

Le FMI a par ailleurs mis en évidence dans son rapport d'octobre dernier sur la stabilité financière globale que le transfert des risques du privé vers le public découlant l'ensemble des mesures de soutien des gouvernements et des Banques Centrales se reflète clairement dans les primes de risques exigées par les marchés. Après avoir atteint des niveaux très élevés en pleine tourmente, les primes exigées par les fournisseurs d'assurances contres les defaults de paiements des dettes privées sont progressivement revenues aux niveaux d'avant septembre 2008. En revanche, les primes de risques concernant les titres de dette publique se sont considérablement accrues durant le même intervalle.

Le gonflement proprement spectaculaire des bilans de la BCE et de la FED (actuellement 2 trillions de US dollars pour 1 trillions d'US dollars avant la crise pour la FED et 1,8 trillions d'euros pour la BCE pour 1,2 trillions à la veille de la crise, soit environ 13% des PIB respectifs actuels) met en évidence l'ampleur du soutien apportée par les Banques Centrales aux institutions bancaires. Une telle perfusion témoigne aussi de la gravité de la situation en dépit des déclarations rassurantes des gouvernements et institutions internationales.

Ces aides publiques sont légitimées au nom de l'impératif consistant à amener les institutions financières à relancer le crédit et la croissance. Cependant, comme le mettent en évidence les indicateurs de l'évolution du crédit (voir ci-dessus), à l'heure actuelle le crédit privé et la croissance de la masse monétaire sont en train de se contracter aussi bien en Europe qu'aux USA. Cette contraction contraste avec l'essor des indices boursiers et suggère clairement que l'abondance de liquidités injectées par les Banques Centrales à vil prix sont en train d'être utilisées -du moins partiellement- pour nourrir la nouvelle inflation simultanée et hors normes des prix des principaux actifs financiers<sup>11</sup>.

Le gonflement d'une nouvelle bulle financière est non seulement inquiétant à cause des effets dévastateurs que pourrait avoir son éclatement. Il est également inquiétant en termes de signaux indirects qu'il envoie sur le bilan de santé effectif des institutions financières. Si l'état de solvabilité des nombreuses banques est effectivement moins favorable que ce que laissent entendre les déclarations officielles, il est alors *rationnel* pour les banques dans les conditions actuelles (du point de vue de l'individualisme méthodologique) de prendre des risques pour reconstituer aussi rapidement que possible leurs capitaux propres. Ce sera du moins le cas aussi longtemps que les fonds engagés bénéficieront de garanties publiques directes et indirectes. Et que par conséquent, la prise de risque sera transférée vers la collectivité.

Les aides implicites et explicites apportées par les gouvernements et banques centrales ont dans cette perspective, renforcé, élargi et explicité l'*aléa moral*<sup>12</sup> dont bénéficiaient auparavant

<sup>10</sup> Je renvoie ici à l'article que le professeur de la London School of Economics Willem Buiter consacre à ce sujet : *Should Central Banks be quasi-fiscal actors?* Article disponible en ligne à l'adresse : <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/11/should-central-banks-be-quasi-fiscal-actors>

<sup>11</sup> Les valorisations boursières actuelles dépassent largement les seuils considérés comme étant normaux des principaux ratios utilisés par les analystes financiers pour jauger la surévaluation des actions (notamment le ratio Q qui compare le prix des actions avec le coût de remplacement des actifs net des bilans et le ratio prix/dividendes). Outre ce fait, l'essor actuel à ceci de spécifique que l'ensemble de valeur augmente simultanément alors que les séries historiques montrent des corrélations négatives entre l'or et les actions ou entre les bonds d'état et les actions par exemple.

<sup>12</sup> L'*aléa moral* désigne une situation de risque dans une relation entre deux agents ou deux parties contractantes: c'est la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement exposé au risque.

implicitement les banques systémiques au détriment de la collectivité. Un tel état de fait contraste de manière flagrante avec la volonté affichée par les leaders mondiaux du G20 « de mettre un terme aux pratiques qui ont amené les institutions financières à prendre des risques excessifs par le biais d'un renforcement de la régulation financière».

### **3 Deux scénarios pour la suite...**

---

Les gouvernements et institutions internationales (à l'exception notable de la Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement qui n'a cessé de tirer la sonnette d'alarme bien avant que la crise n'éclate) font de leur mieux pour faire passer auprès de l'opinion publique leurs pronostiques « modérément optimistes » pour les deux années à venir<sup>13</sup>. Cette modération résulte du fait que les autorités sont bien conscientes que dans le meilleur des cas, les pertes découlant de la crise financière plomberont pendant des nombreuses années la dynamique de crédit et donc le potentiel de croissance des économies avancées. De fait, si l'on se base sur les prévisions de la Commission Européenne le PIB européen ne devrait pas revenir aux niveaux de 2008 avant 2013. Cela veut dire que toutes choses égales par ailleurs, les niveaux de chômage dans l'UE dépasseront rapidement les 10% en moyenne et resteront au dessus de ce niveau pendant une longue période.

Le haut degré d'incertitude couplé aux facteurs identifiés ci-dessus nous incitent cependant à penser que ce scénario A «modérément optimiste», (et en fait très sombre d'un point de vue social), pourrait s'avérer hélas trop optimiste.

Ce « scénario A » de reprise économique en « U » (avec un creux assez long cependant) est au moins tributaire des six hypothèses suivantes :

- les stratégies de sauvetage du secteur bancaire rempliront leur pari. Elles seront donc à même de permettre aux banques de différer les pertes liées à leurs actifs problématiques aussi longtemps que possible et de générer parallèlement les *casflows* nécessaires pour remplacer progressivement ces actifs et rétablir des niveaux de solvabilité adéquats ;
- Les efforts consentis par les autorités américaines et européennes seront de nature à assurer la reprise de la titrisation qui a connu une chute libre depuis la mi-2007. Et qui représentait à la veille de la crise 28% des encours du crédit aux USA (pour 6% dans l'eurozone et 14% au Royaume-Uni). Le modèle de « croissance à crédit » impose de fait le recours massif à la titrisation car les coûts de conservation des encours de crédit -et donc des risques des créances- dans les bilans des banques est incompatible avec les niveaux de crédit qui ont précédé la crise ;
- La bulle financière en cours de reflation pourra être maintenue à moyen terme sans qu'une correction brusque n'intervienne ;
- La monde connaîtra une stabilité géopolitique et donc l'absence de conflits importants, ce qui veut dire l'absence de raidissement de la situation au Moyen-Orient notamment ;
- L'augmentation des prix en dollars du pétrole restera dans des marges acceptables pour les USA de manière à ne pas tuer la reprise dans l'œuf ;
- La destruction de l'emploi se fera à une vitesse sensiblement moins forte que ces derniers mois de manière à ce que la demande agrégée ne chute pas trop brusquement ;

La probabilité de connaître un « scénario B » caractérisé par une rechute en « W » dans la récession en 2010 suivie d'une longue période de stagnation à la japonaise sera d'autant plus forte que l'on s'écartera des hypothèses reprises ci-dessus. Et un certain nombre de facteurs nous incite à croire que le premier semestre de 2010 et plus particulièrement le début du printemps sera une période particulièrement critique pour jauger la durabilité de la reprise.

---

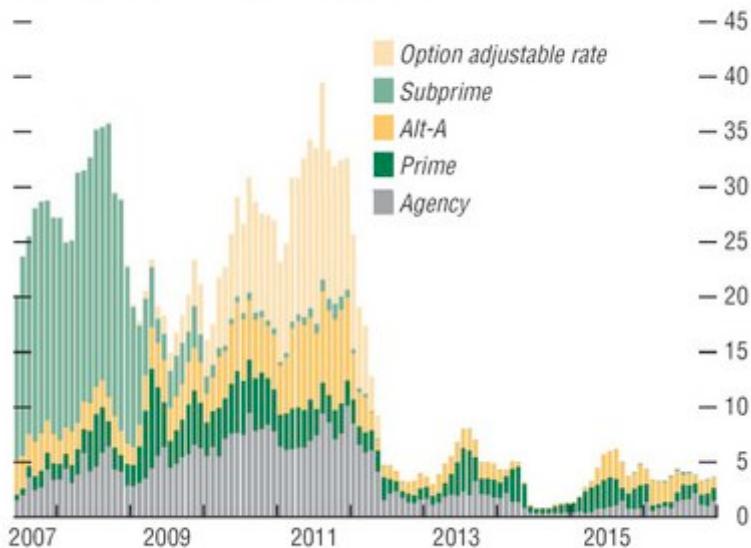
<sup>13</sup>Les dernières estimations de la Commission européenne pour l'année prochaine tablent sur une croissance de 0,8% au sein de l'UE en 2010 et de 1,5% en 2011.

- Le printemps coïncide avec la fin programmée de toute une série de facilités de crédit, politiques de rachat d'actifs et garanties octroyées par les gouvernements et banques centrales européenne et américaine ;
- Les effets les plus forts des plans de relance auront lieu à la fin de l'année 2009 et au tout début de l'année 2010 et devrait ensuite décroître graduellement. Ce qui veut dire que la demande privée devra prendre la relève et que l'on sera donc en mesure d'évaluer plus clairement la durabilité de la reprise ;
- L'intensification des transactions de change concomitante à la réduction drastique des taux d'intérêt aux USA (les taux directeurs se situent entre 0% et 0,25%) constitue un indice sérieux de l'ampleur des pratiques de *carry trade* en cours actuellement. Le *carry trade* est une stratégie de placement consistant à s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt et à placer ces fonds empruntés dans des actifs financiers libellés dans d'autres devises<sup>14</sup>. En pratique la faiblesse du dollar face aux autres grandes devises couplées à des taux d'intérêt historiquement bas et des facilités de crédit généreuses constitue une aubaine pour les spéculateurs qui grâce au *carry trade* sont en mesure à l'heure actuelle d'obtenir des financements avec des taux d'intérêts réels négatifs tant que le dollar continuera à se déprécier ;
- Si les indicateurs de reprise de l'activité économique du dernier trimestre 2009 et du premier trimestre 2010 sont meilleurs que prévus ; si les taux d'inflation sont plus hauts que prévu ; et si le dollar continue à chuter à un rythme soutenu la FED relèvera ses taux directeurs plus tôt que prévu. Ce provoquera une chute des indices boursiers et le déclenchement des opérations de *carry trade* ;
- Si en revanche les indicateurs d'activité sont moins bons que prévus et/ou que le prix du pétrole en dollars continue à monter, cela devrait entraîner une fuite du risque et donc également un déclenchement des opérations de *carry trade* ;
- La fin du premier trimestre devrait coïncider avec la période de rajustement à la hausse des remboursements de toute une série de crédit hypothécaires titrisés de qualité légèrement supérieure aux actifs *subprime*, notamment les options ARM. Les « option ARM » sont des prêts hypothécaires dont les détenteurs ont la possibilité de rembourser des montants inférieurs aux taux d'intérêt mensuel du prêt uniquement, en augmentant le solde principal de la différence entre le taux d'intérêt et le montant remboursé. Lorsque le principal atteint à un certain montant (généralement 110% à 125% du solde de l'emprunt originel) ou à l'issue de 5 ans, le remboursement est réajusté et couvre la totalité du remboursement normal et se trouve donc brusquement réajusté à la hausse. Durant l'année 2010 et 2011 des nombreux détenteurs d'emprunts « option ARM » risquent fortement de se trouver en cessation de paiements. L'encours de ces crédits est moins important que celui des *subprime* mais suffisamment important pour aggraver la solvabilité des banques détentrices d'actifs titrisés à base de crédits hypothécaires « option ARM ». Les « commercial mortgages backed securities<sup>15</sup> » ainsi que la situation financière de nombreux États et municipalités américaines constituent également un motif de préoccupation.

<sup>14</sup> Les pratiques de *carry trade*

<sup>15</sup> Actifs titrisés liés aux crédits hypothécaires commerciaux

**Figure 1.7. Monthly Mortgage Rate Resets**  
(First reset in billions of U.S. dollars)



Source: Credit Suisse.

En conclusion, l'analyse des développements macroéconomiques et financiers récents ne nous permet pas à ce stade d'écartier l'hypothèse d'une rechute dans la récession en 2010 et donc d'une aggravation de la situation économique.