

De la crise financière à la crise économique

Michel Husson, 2009

- 1. Les mécanismes de la crise financière**
 - 2. les canaux de transmission à l'économie réelle**
 - 3. les deux racines de la crise**
 - 4. les perspectives de la crise**
-

1

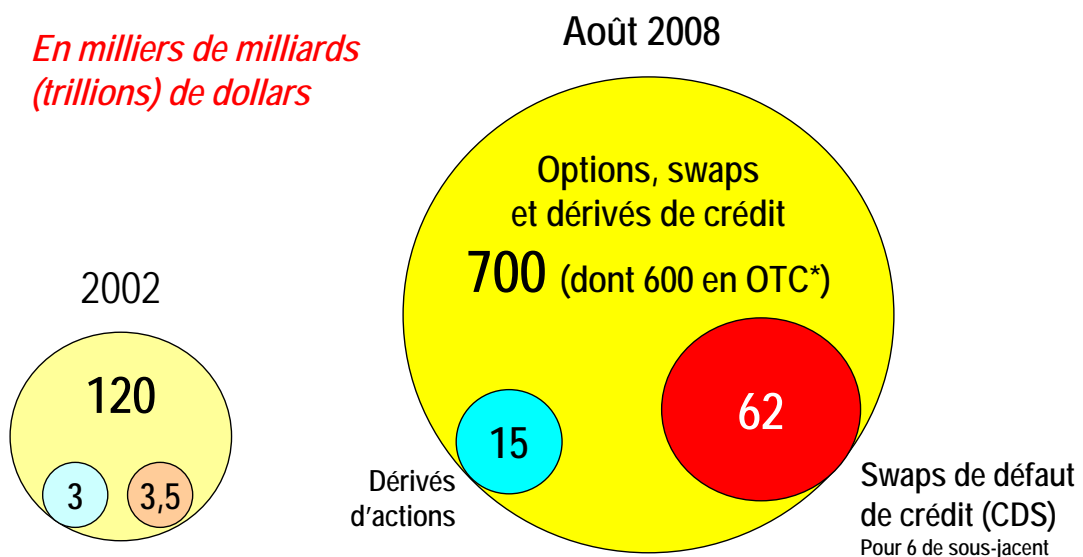
les mécanismes de la crise financière

Au départ : *les Subprimes*

- **Boom immobilier des dernières années aux USA**
- **Augmentation rapide des prix**
(hors inflation, doublement de 1997 à 2006)
- **Crédits consentis à une clientèle (*NINJA*) peu ou pas solvable (*subprimes*) : 1 300 Md \$ en juillet 2007**
 - Sans apports ni garanties
 - Emprunts gagés sur le bien acheté (hypothèque)
 - Avec rechargement du crédit sur la valeur du bien, des échéanciers longs et un début sans intérêts
- **Des taux délibérément bas mais variables**

Produits financiers dérivés : une grosse bulle !

- **Encours des produits financiers dérivés : plus de 700 000 Md \$**

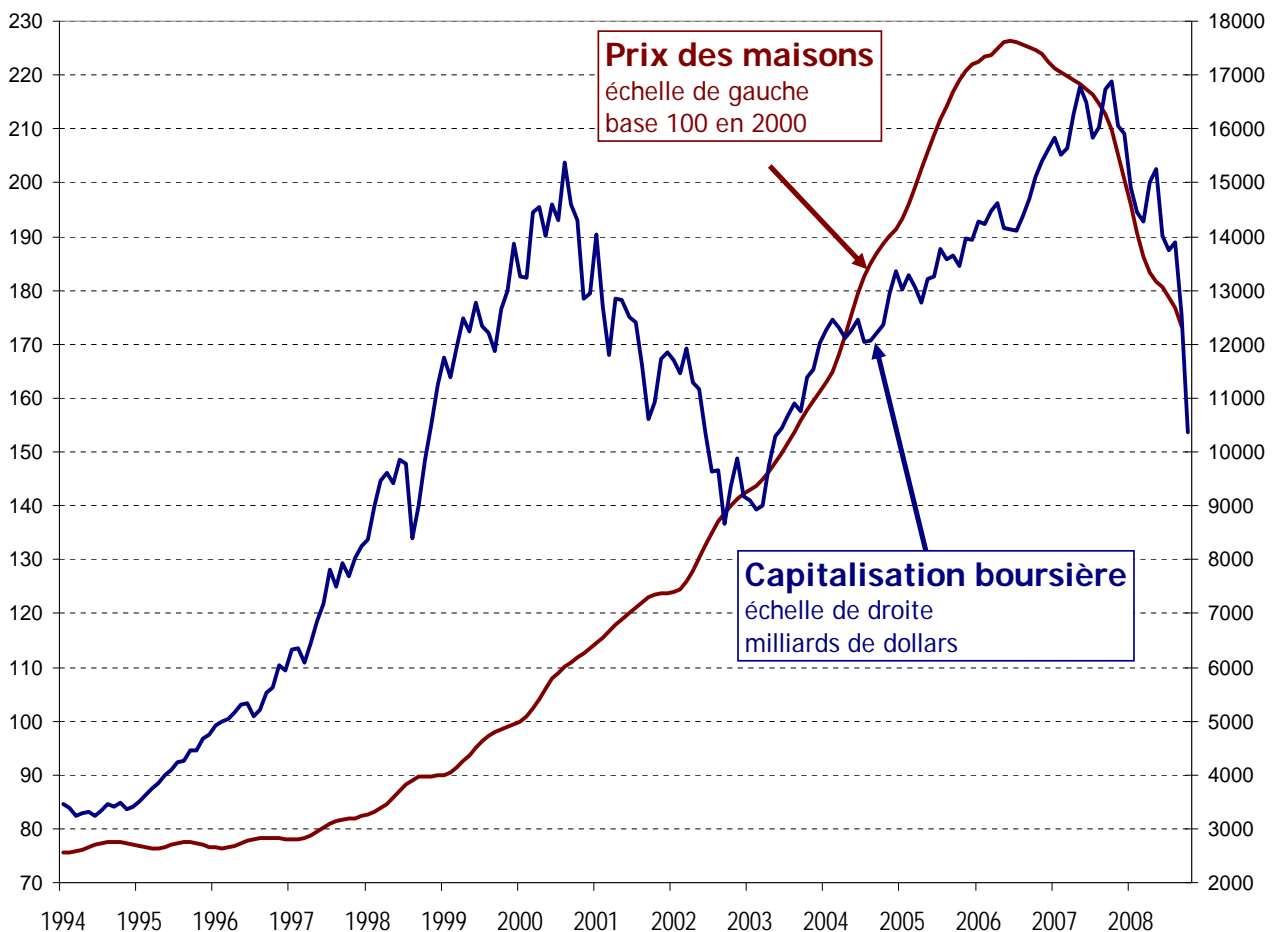


* OTC : Over the Counter, de gré à gré (hors réglementation)

Source : Association internationale des swaps et dérivés (ISDA) et F. Lordon

Premier temps Retournement du marché

- **Retournement du marché immobilier US fin 2005**
- **Augmentation des taux d'intérêt avec le ralentissement immobilier et économique**
- **Défaillances de remboursements en cascade**
- **Taux poussés à la hausse par le risque**
- **Et tarissement parallèle du crédit**



Deuxième temps

La contamination de la finance mondiale

- Les dettes deviennent des titres négociables comme d'autres (**titrisation**)
 - Dettes découpées en tranches par catégorie, par type de risque, par maturité, etc.
 - Produits financiers de plus en plus complexes « compactant » des types de crédit (*subprime*, crédits conso, prêts divers, obligations, etc.)
 - Risques de plus en plus disséminés et difficilement traçables
-

Troisième temps

La fièvre assèche les liquidités

- La défaillance du *subprime* entraîne la méfiance sur les produits qui en renferment... et sur d'autres (dont la composition est opaque)
 - Les banques ne veulent plus prêter à d'autres banques : crise de liquidités interbancaires
 - Les investisseurs se retirent, forçant au dénouement précipité des opérations
 - Les prix des transactions chutent
 - Les pertes subies sur des contrats hors bilan reviennent au bilan (dépréciation des actifs, amputation des fonds propres)
- **Les besoins de capitaux bancaires explosent**

2

les canaux de transmission à l'économie réelle

canal n°1 : *le credit crunch*

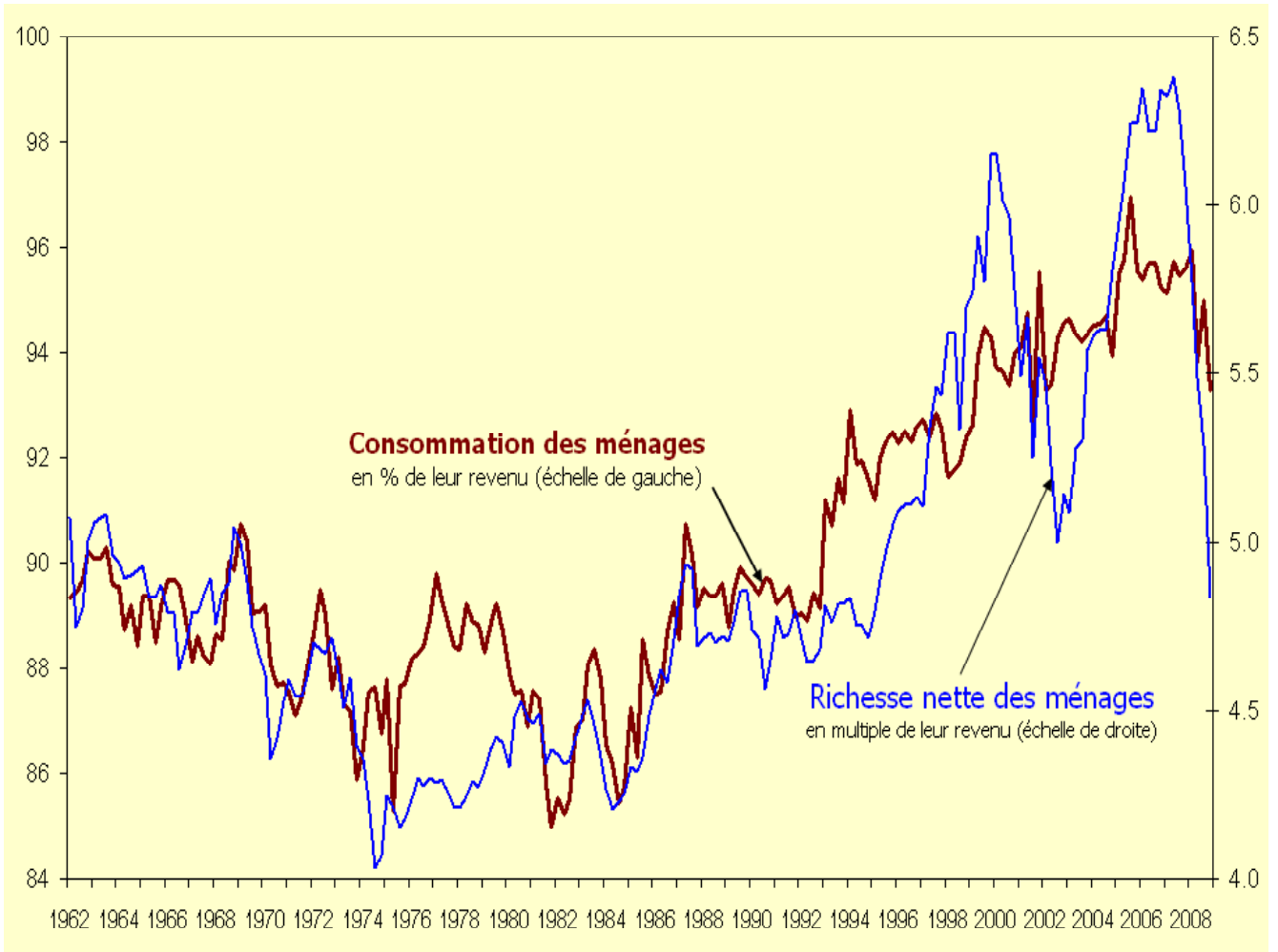
- **Le crédit inter-bancaire s'arrête : les banques cessent de se prêter les unes aux autres**
- **Les restrictions de credit s'étendent à la consommation des ménages et à l'investissement des entreprises. Cet effet a été particulièrement net dans les pays comme les Etats-Unis ou le Royaume-Uni où la consommation des ménages est tirée par l'endettement ;**

canal n°2 : les « anticipations »

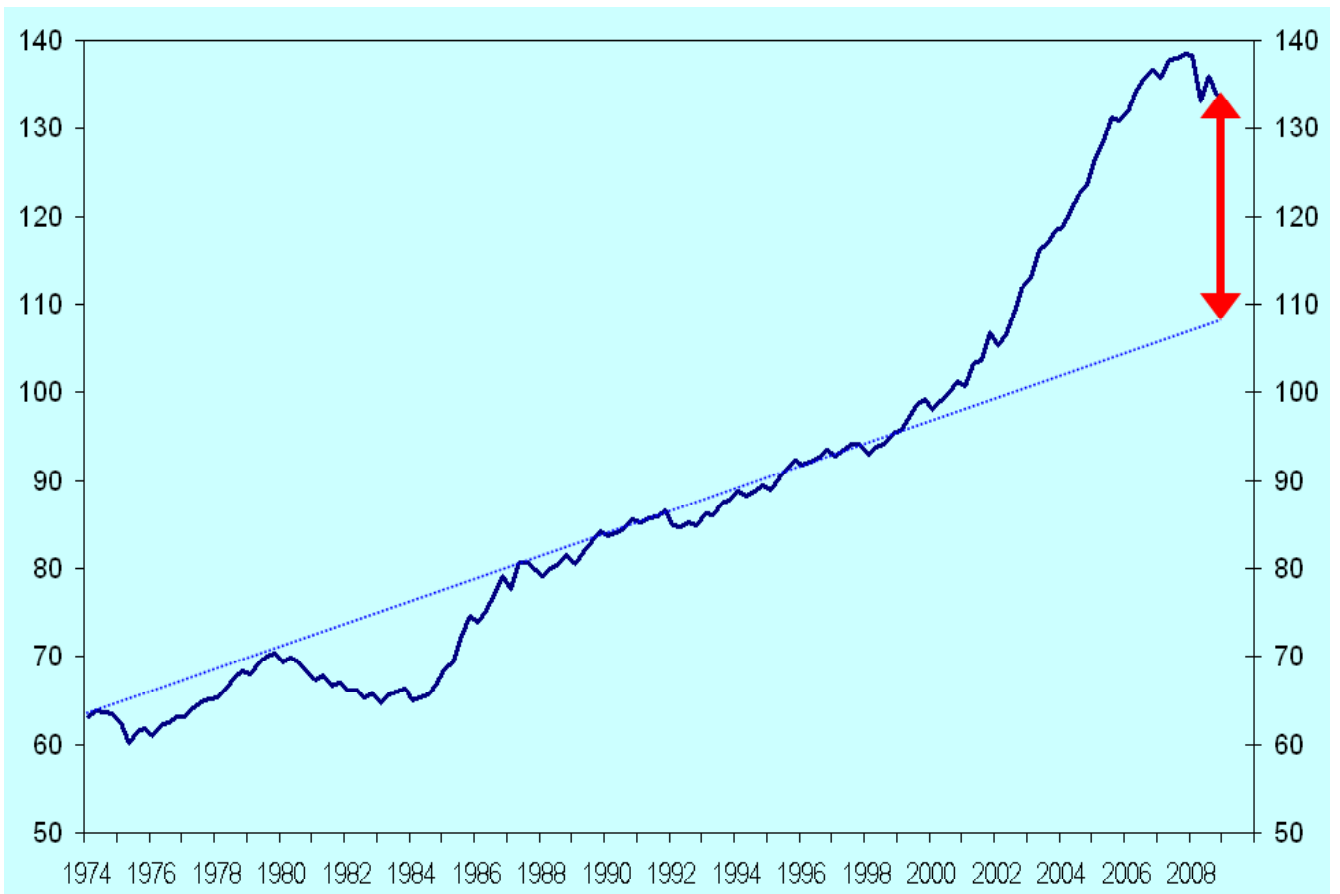
- **l'incertitude générale pèse sur les comportements de consommation, d'embauche et d'investissement**

canal n°3 : l'effet de richesse

- **la dévaluation du patrimoine financier et immobilier des ménages va les inciter à moins consommer : c'est l'effet de richesse particulièrement marqué aux Etats-Unis**



Taux d'endettement des ménages aux Etats-Unis



canal n°4 : l'immobilier

- **la crise immobilière contribue en tant que telle au ralentissement économique général ; le cas de l'Espagne est le plus frappant**

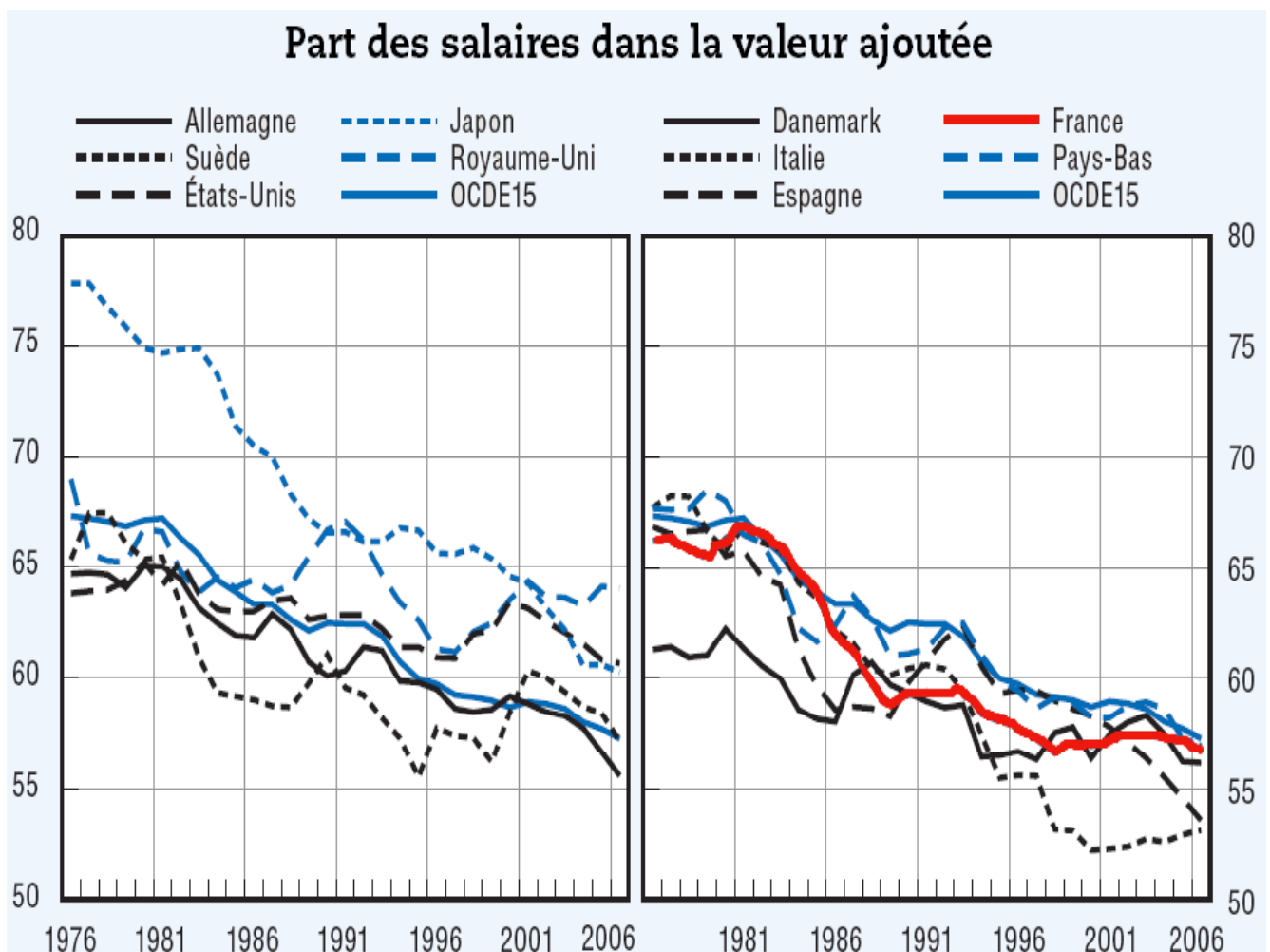
canal n°5 : le commerce international

- **enfin et surtout, le ralentissement se transmet à l'ensemble de l'économie mondiale à travers le commerce et les investissements.**
- **en Europe, l'Allemagne est particulièrement touchée**
- **l'hypothèse du « découplage » infirmée**

3

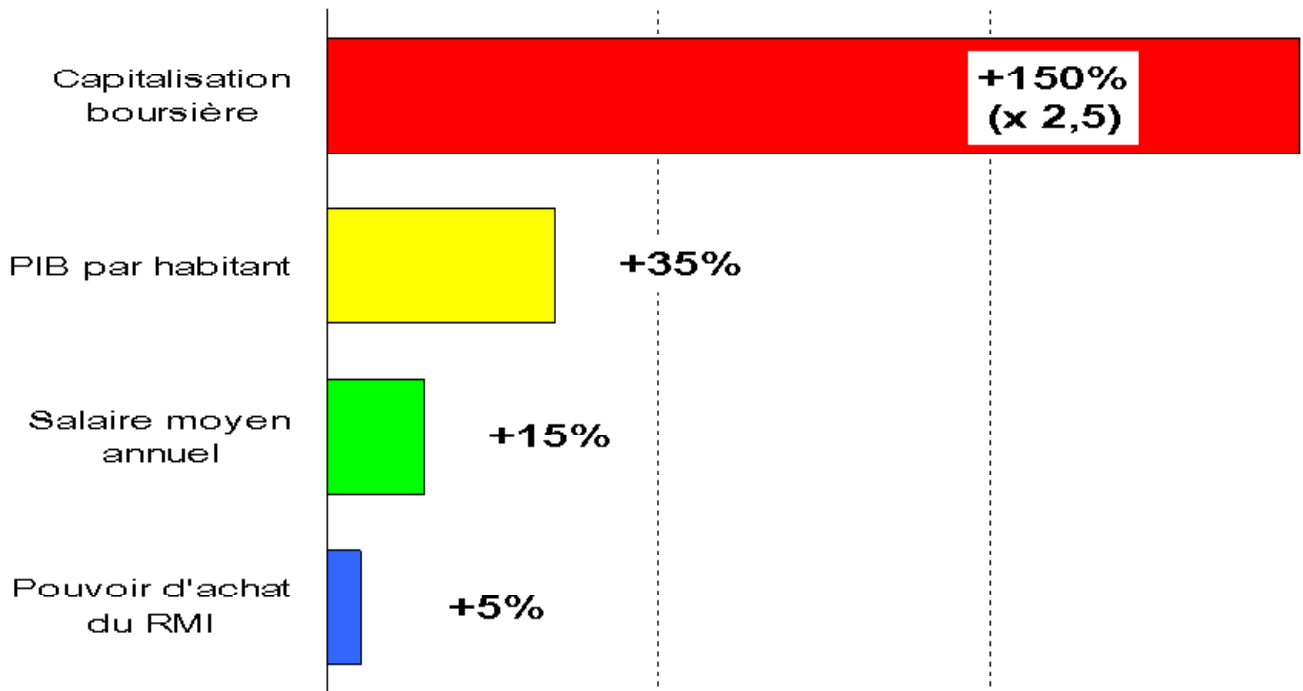
les deux racines de la crise

- ▶ **partage de la valeur ajoutée**
- ▶ **déséquilibres internationaux**



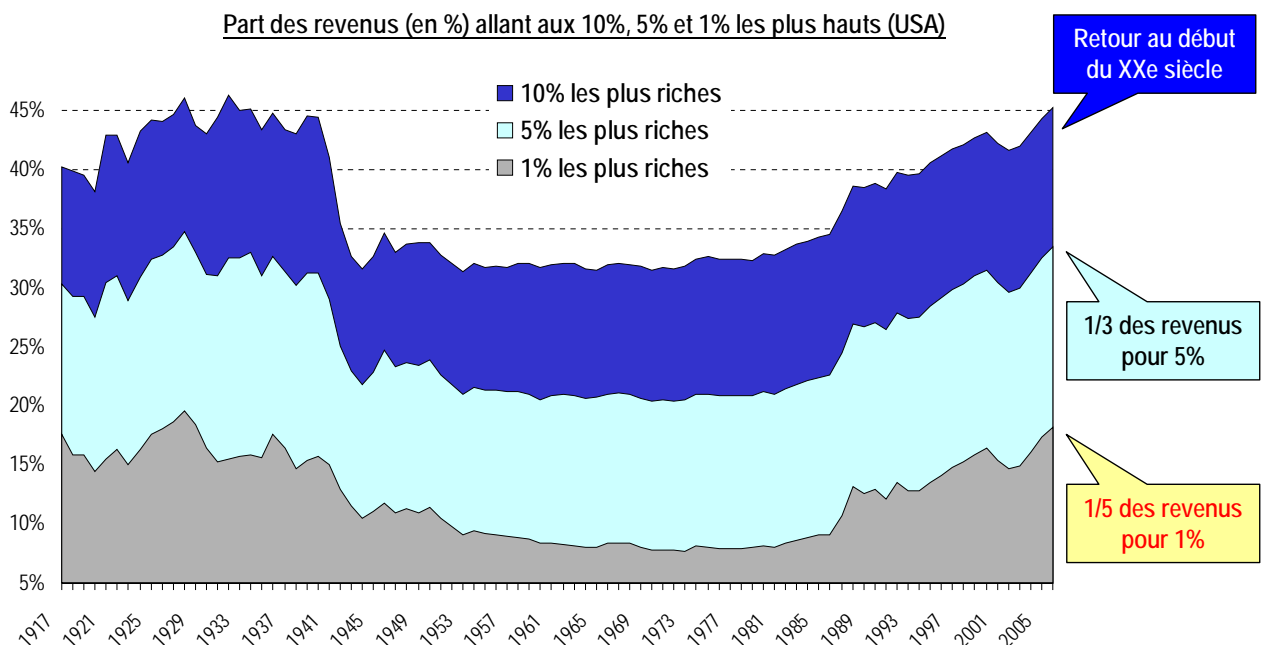
France 1988-2008

En 20 ans, la Bourse s'envole mais pas la production ou les rémunérations



Evolutions 1988-2008 (hors inflation) Sources : Euronext, calculs Jean Gadrey

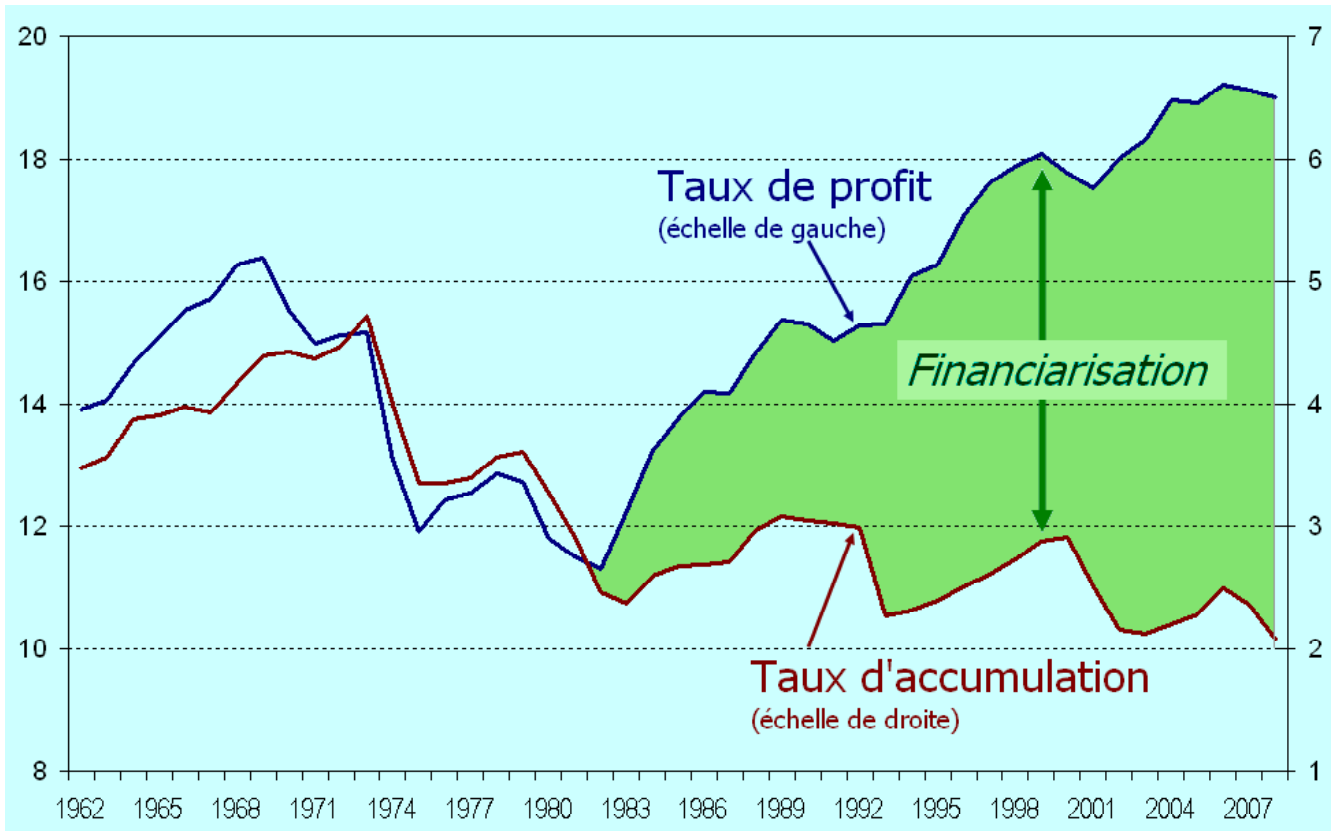
Répartition de plus en plus inégalitaire : 45% des revenus pour les 10% les plus riches



Source : E. Saez, *Striking It Richer* ; données fiscales USA, Univ. of California

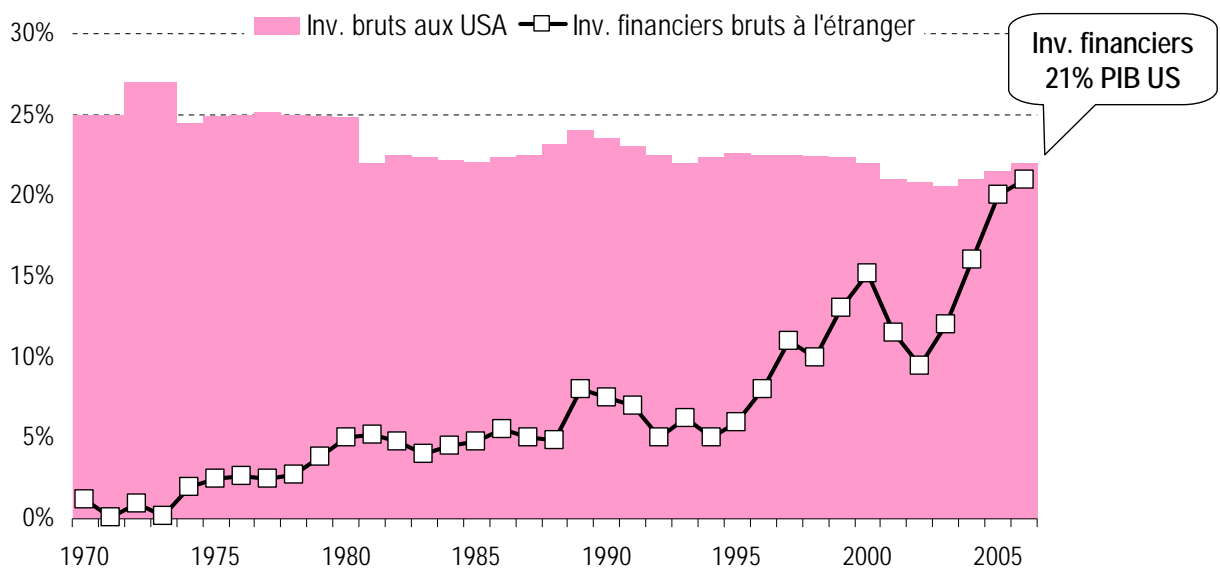
Profit et accumulation

Etats-Unis + Union européenne + Japon



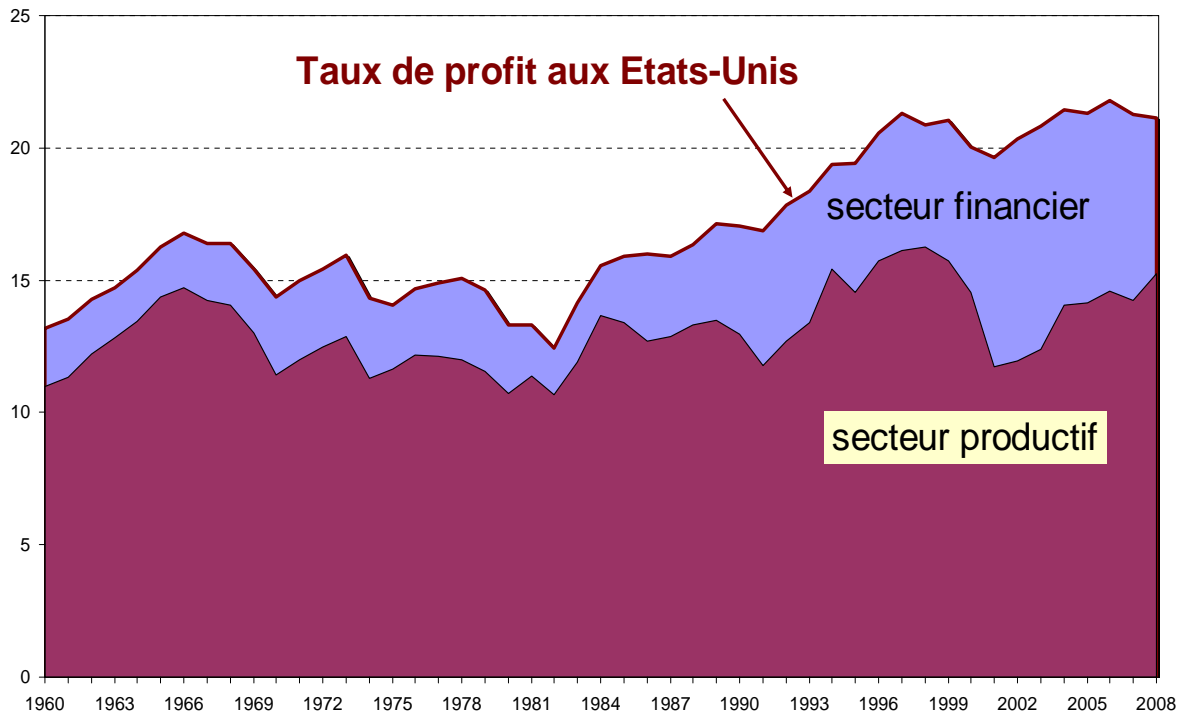
Si les investissements matériels freinent, les investissements financiers s'envolent

Monde : investissements bruts et financiers à l'étranger (en % du PMB)



Source : Données ONU

Et les profits des sociétés financières avec ...

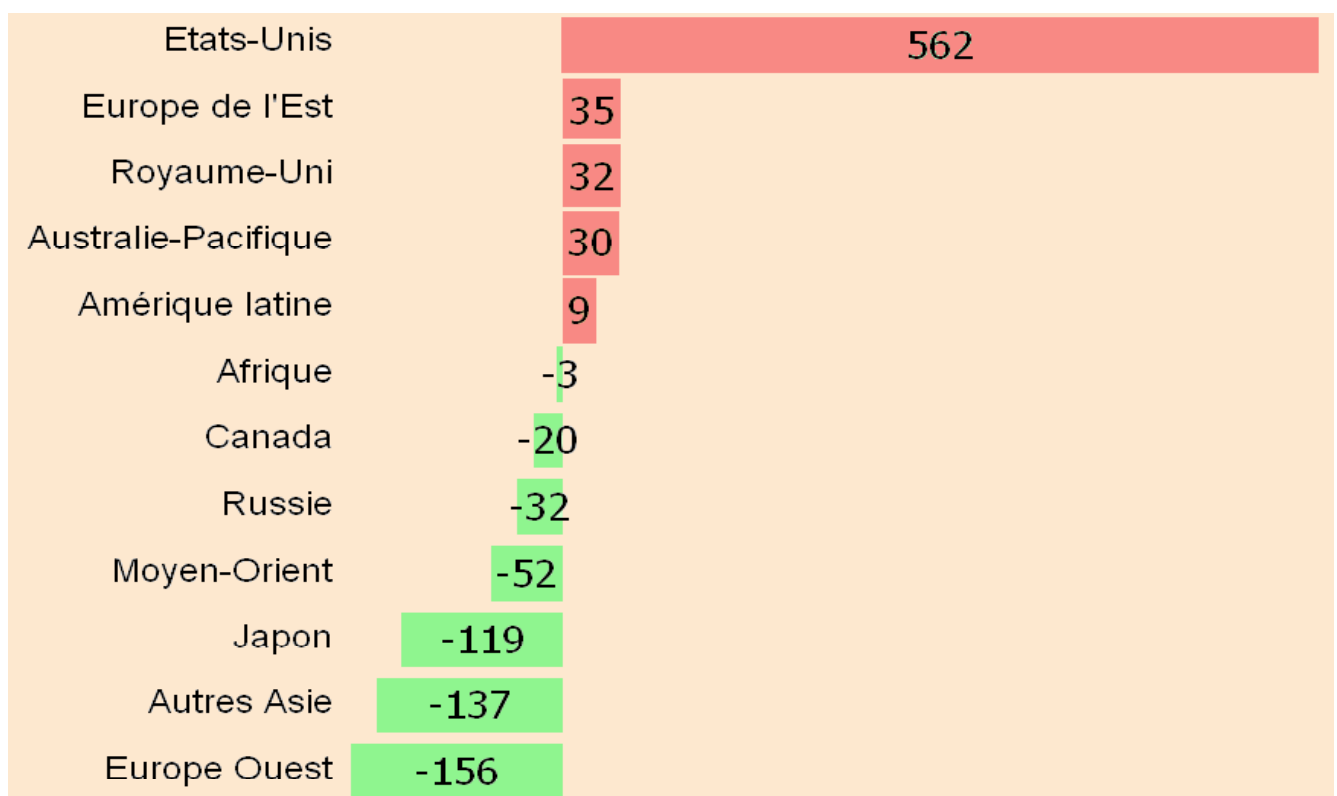


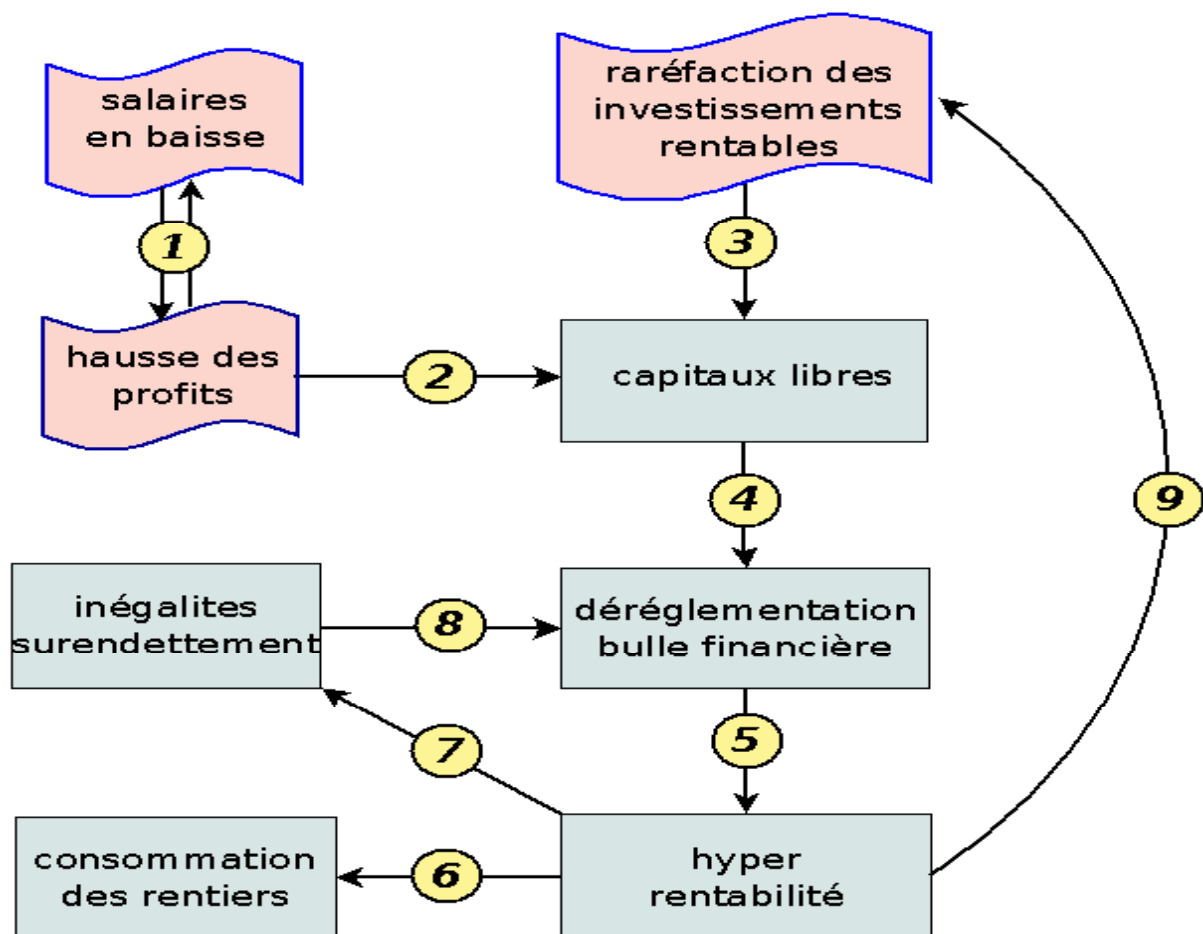
Source : Ameco (Commission européenne), NIPA (BEA)

Flux nets de capitaux (entrants)

moyenne 2001-2005 en milliards \$ par an

source: McKinsey Global Institute





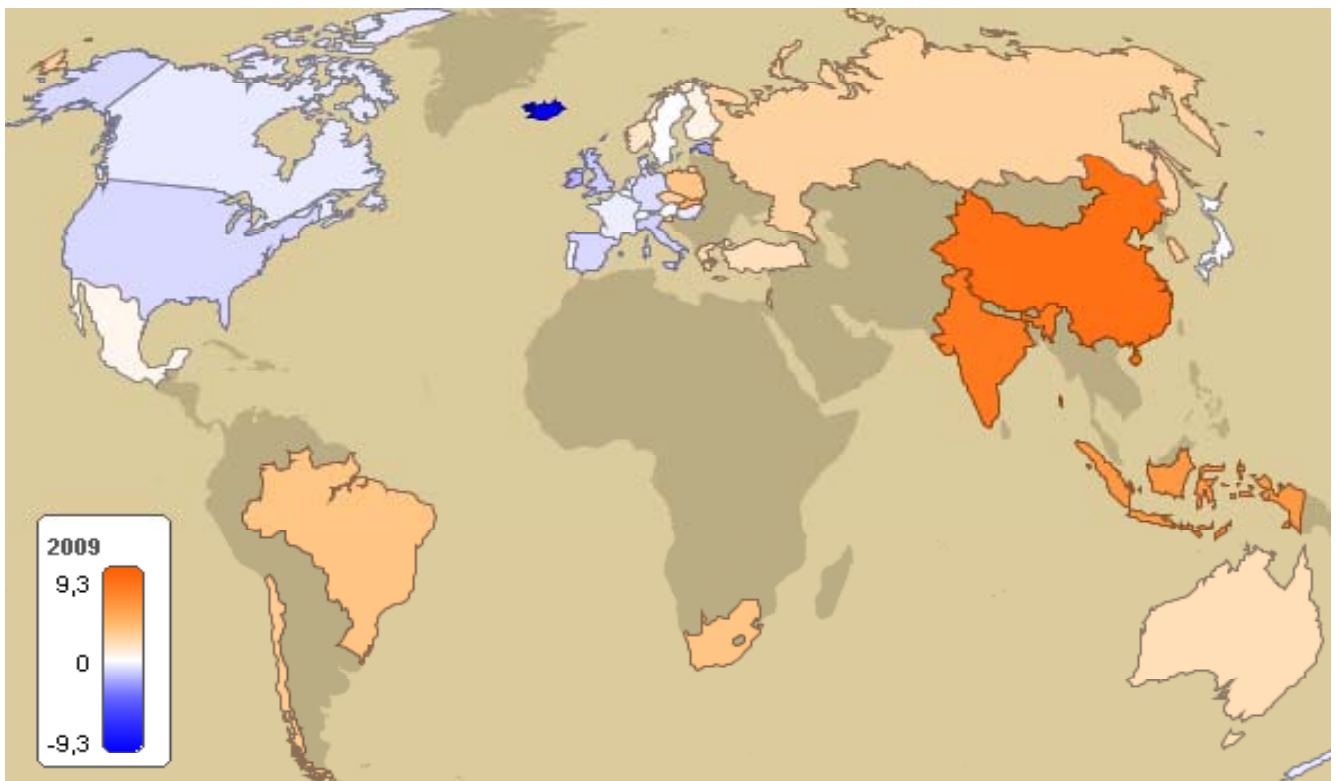
Capitalisme financier : un parasite sur un corps sain ?

- profits en hausse grâce à la compression salariale
- occasions d'investissements rentables raréfiés
- capitaux libres en quête d'hyper rentabilité
- déréglementation et bulle financière
- normes de rentabilité alignées sur celles de la finance
- inégalités et consommation des rentiers en hausse
- fuite en avant dans le surendettement des ménages

4

les perspectives de la crise

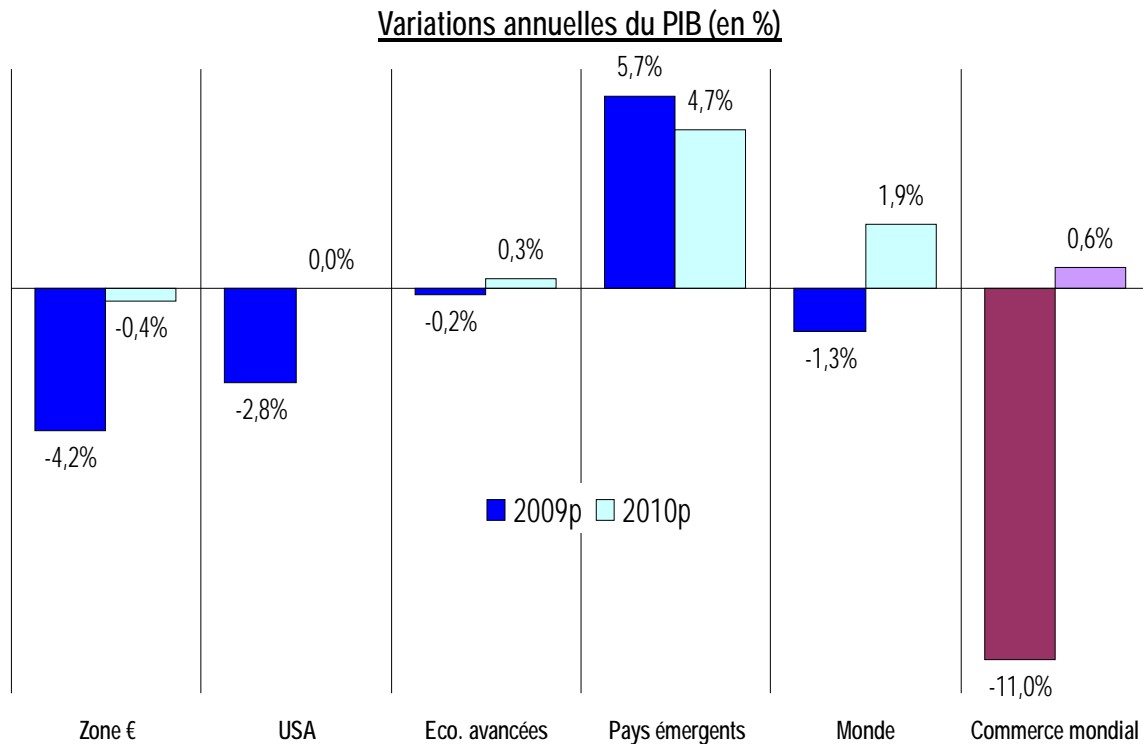
La carte de la croissance pour 2009



Source: OCDE

selon le FMI et l'OFCE

« La crise sera longue et dure »



Sources : FMI, OFCE, gouvernement allemand, avril 2009

la trajectoire de la crise

- 1. baisse de la production**
- 2. recul du commerce international**
- 3. montée du taux de chômage**
- 4. montée de l'endettement public**

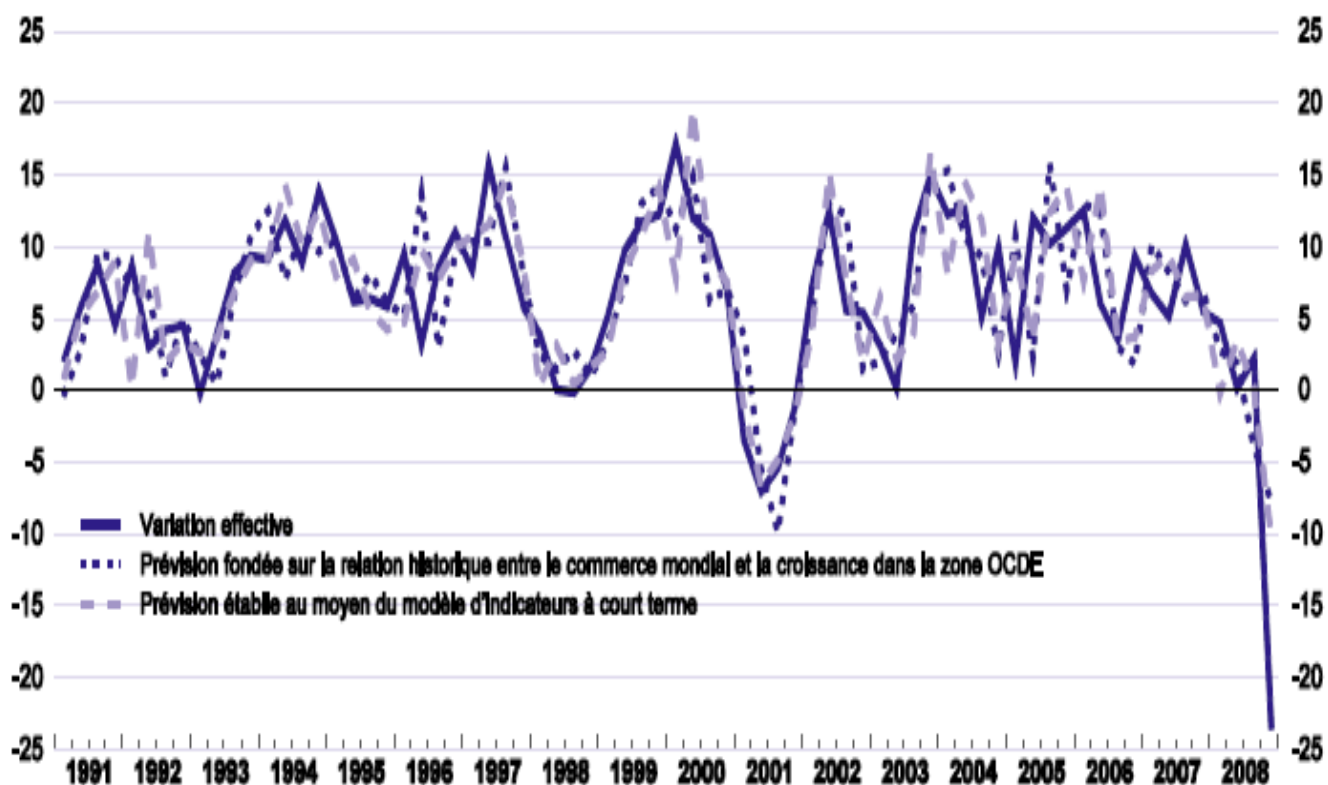
1. chute de la production

écart de production zone OCDE Source: OCDE



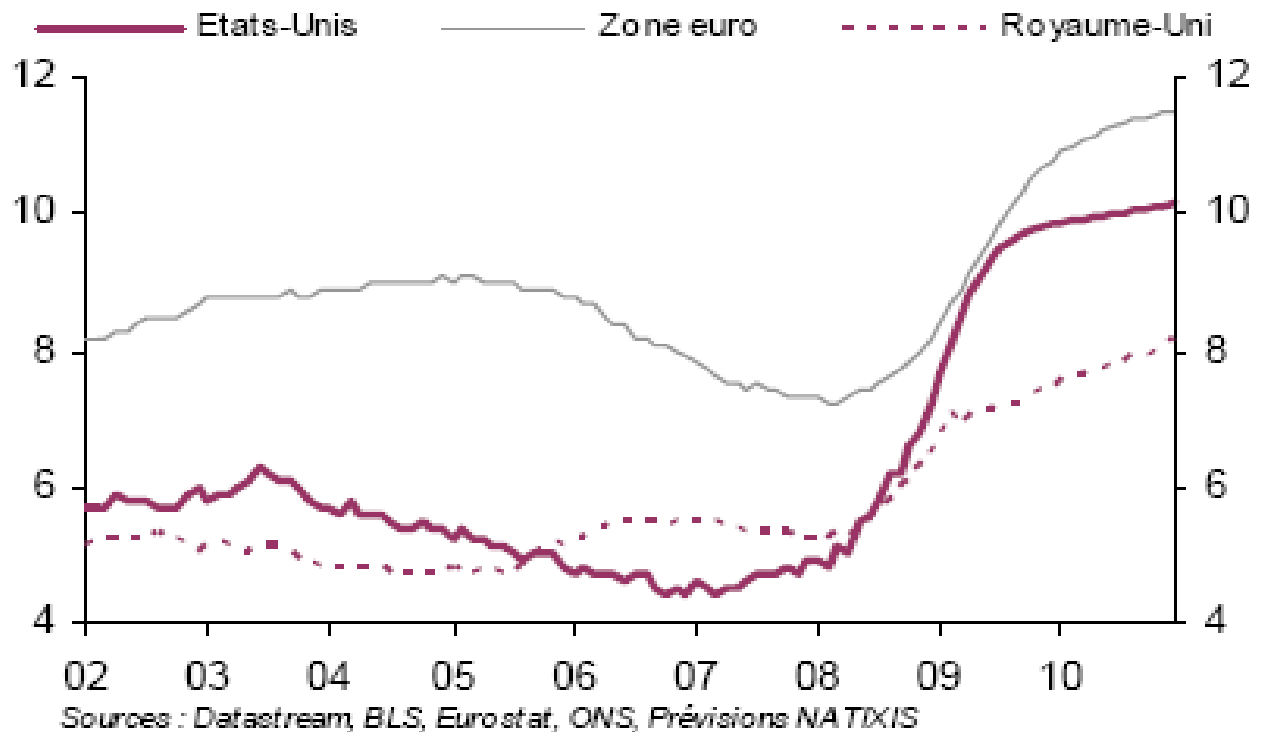
2. chute des échanges mondiaux

taux de croissance trimestriels annualisés Source: OCDE



3. montée du taux de chômage

Taux de chômage (en %)

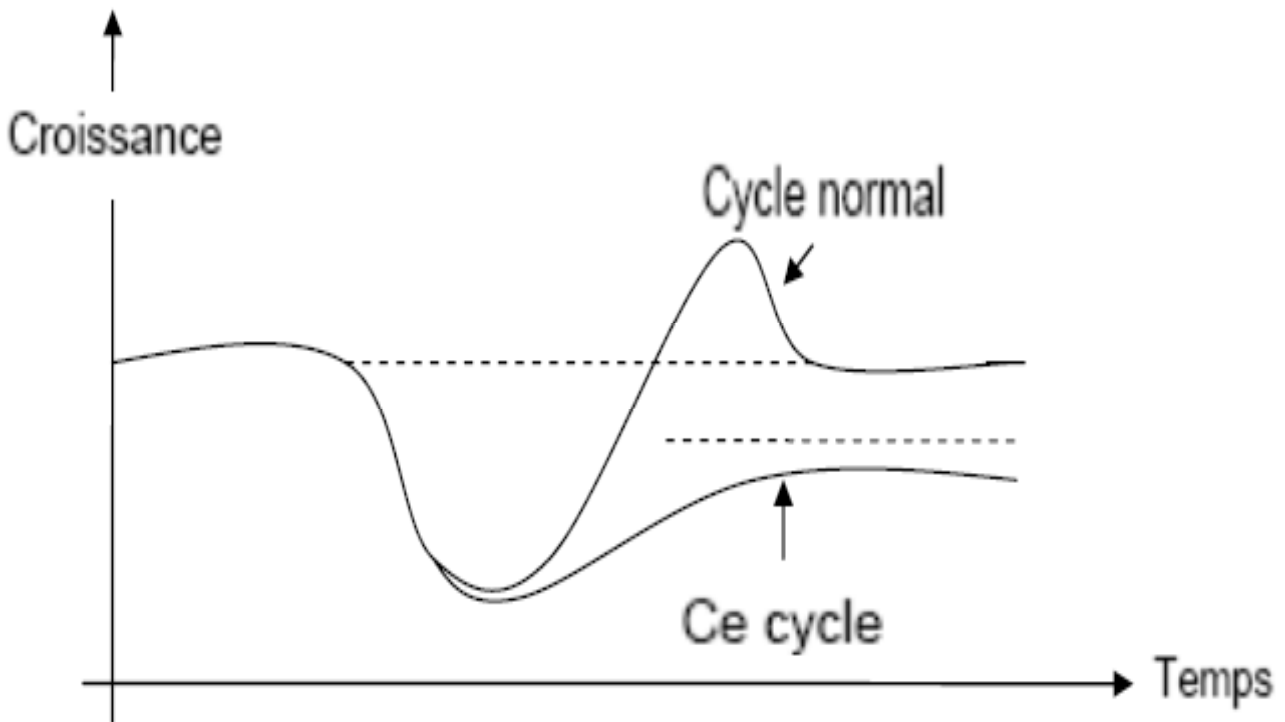


4. montée de l'endettement public

en % du Pib – Source: OCDE

	2008	2009	2010
États-Unis			
Solde effectif	-5.8	-10.2	-11.9
Zone euro			
Solde effectif	-1.8	-5.4	-7.0

doutes sur la reprise



Source : « Pourquoi est-on plus pessimiste pour cette sortie de crise que pour celles du passé ? »
Patrick Artus, *Flash Natixis* n°259, juin 2009

Quelques conclusions (provisoires)

- ▶ **La crise n'est pas que financière.** Elle trouve sa source:
 - dans la répartition des revenus
 - dans les déséquilibres internationaux
- ▶ **Réguler la finance est nécessaire mais ne suffira pas** en soi à fermer ces deux « robinets » qui ont alimenté la crise
- ▶ **La sortie de crise est incertaine** et se fera dans un contexte transformé :
 - plus de chômage
 - plus de déficit public
 - des incertitudes majeures sur la configuration de l'économie mondiale