La crise déjà oubliée?

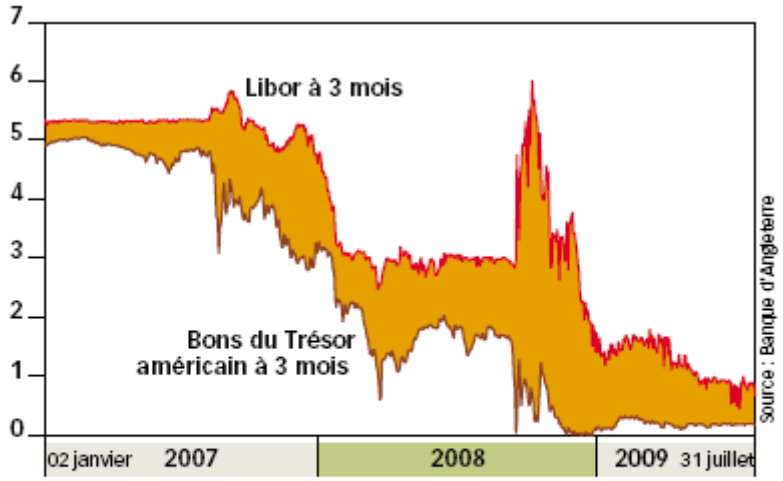
Jacques Adda, *Alternatives Economiques* n°283, Septembre 2009

La finance mondiale connaît une embellie depuis le printemps dernier. Si le risque de dépression semble bien écarté, le retour de la croissance risque de se heurter à de sérieux butoirs. Car des incertitudes importantes continuent de peser tant sur les perspectives d'activité dans de nombreux pays et secteurs que sur la finance elle-même.

Deux ans après le krach des *subprime*, une sortie de crise est-elle en train de se dessiner? Au vu des indicateurs monétaires et financiers récents, la finance semble en effet avoir tourné le dos à la crise. La récession continue pourtant de détruire des centaines de milliers d'emplois chaque mois en Europe et aux Etats-Unis. Et si un rebond de l'activité est prévu par les conjoncturistes au second semestre 2009, la croissance a toutes les chances d'être particulièrement molle en 2010, trop faible en tout cas pour permettre une décrue du chômage. La sphère financière serait-elle complètement déconnectée de l'économie réelle?

L'embellie, pour la finance mondiale, a commencé au printemps. Elle est visible tout d'abord dans le redressement spectaculaire des marchés boursiers depuis le point bas enregistré début mars: + 50% aux Etats-Unis et en Allemagne, + 40% en France et au Japon, + 33% au Royaume-Uni et en Australie... Elle est perceptible ensuite dans la détente des conditions monétaires sur les marchés interbancaires, dont la paralysie, à partir de l'automne 2007, avait asséché les circuits du crédit (voir graphique).

Ecart entre le Libor à trois mois et le rendement des bons du Trésor US à trois mois



Lecture : l'écart entre le Libor (indice du marché interbancaire de Londres) et le rendement des bons du Trésor américain mesure la prime de risque demandée par les banques quand elles échangent des crédits entre elles en dollars.

Parallèlement, les primes de risque sur les marchés obligataires se sont nettement résorbées, qu'il s'agisse des titres émis par les entreprises, par les économies émergentes, ou encore des assurances sur les risques de défaillance bancaire (Credit Default Swaps). Aux Etats-Unis, le marché du crédit obligataire aux entreprises a recommencé à fonctionner au premier semestre 2009. En Europe de l'Est, les primes de risque sur les emprunts obligataires d'Etat, qui avaient atteint un sommet à 1 000 points de base, soit 10% de plus que les taux à même échéance sur les obligations du Trésor américain, étaient revenues en dessous de 450 points en juillet 2009.

Le retour de la confiance

Plusieurs facteurs expliquent ce retour de la confiance sur les marchés financiers. Le premier concerne l'arrêt de la dégradation de l'activité au printemps 2009 aux Etats-Unis et au Japon, et au début de l'été au Royaume-Uni et dans la zone euro. Le déstockage massif opéré par les entreprises avait fortement pesé sur l'activité fin 2008 et début 2009. L'arrêt de ce déstockage suivi de la reconstitution partielle des stocks permet un rebond mécanique de l'activité. Aux Etats-Unis, l'entrée en fonction de l'administration Obama et le vote d'un plan de relance de 787 milliards de dollars ont contribué à l'amélioration du climat économique et au retour de la confiance des entreprises.

Celle-ci est par ailleurs confortée, à l'échelle mondiale, par la reprise spectaculaire de l'économie chinoise et, dans son sillon, du reste de l'Asie émergente. Non exposée à la crise financière, l'économie chinoise a subi de plein fouet l'effondrement du commerce mondial fin 2008. La réaction vigoureuse des autorités - arrêt de l'appréciation du yuan, boom du crédit téléguidé par les banques d'Etat et relance budgétaire massive, supérieure en termes de mesures délibérées à celle des Etats-Unis - a toutefois permis un redémarrage quasi immédiat de l'activité. Dès le deuxième trimestre, la croissance, tirée principalement par la demande intérieure, était revenue sur un rythme annuel de 8%, avec une progression explosive de l'investissement et des achats d'automobiles et d'appartements. Malgré une masse économique inférieure de moitié à celle des Etats-Unis, la Chine exerce un effet d'entraînement puissant sur les exportations de la zone asiatique, Japon inclus, mais aussi des Etats-Unis et de l'Allemagne.

Le retour à la normale des marchés financiers était par ailleurs encouragé par l'effet d'annonce en mars du plan Geithner de rachat des actifs toxiques des banques (1) et par la poursuite des interventions massives des Banques centrales (2) sur le marché obligataire (aux Etats-Unis) et sur la liquidité bancaire (en Europe). Enfin, le sommet du G20 à Londres début avril laissait espérer le développement d'approches coopératives face à la crise. En particulier, le triplement des moyens d'intervention du Fonds monétaire international (FMI) apaisait les craintes concernant les risques de défaillance financière parmi les économies émergentes, en Europe de l'Est notamment. A l'été, les premiers signes d'une stabilisation possible du marché de l'immobilier résidentiel américain et les bons résultats affichés par les banques pour le deuxième trimestre achevaient de convaincre les marchés que la reprise était en vue.

Des butoirs sérieux

Après le séisme financier de l'automne 2008, le pire semble en effet avoir été évité: la récession la plus grave de l'après-guerre (- 4% pour le PIB des économies avancées en 2009, - 2% pour le PIB mondial) ne devrait pas se transformer en dépression. Pour autant, le retour de la croissance a toutes les chances de se heurter à de sérieux butoirs, tandis que des risques importants continuent de peser sur les perspectives d'activité.

Le premier butoir concerne la situation de l'emploi. Variable retardée par rapport à l'activité, l'emploi est appelé à poursuivre sa dégradation, en particulier dans la zone euro, où le taux de chômage devrait continuer de progresser jusqu'à 12% fin 2010, tandis qu'il se stabiliserait autour de 10% aux Etats-Unis. Conjuguée à une réduction des heures travaillées et à une hausse du chômage partiel, cette évolution pèse fortement sur le revenu des ménages et se traduit par une augmentation rapide des défaillances de paiement sur les crédits à la consommation, les cartes de crédit et les crédits immobiliers. Moteur de la croissance des économies anglo-saxonnes dans les années 2000, la consommation des ménages (70% du PIB aux Etats-Unis) sera d'autant moins dynamique que les pertes patrimoniales (épargne financière et valeur des appartements) et la crainte du chômage poussent le taux d'épargne à la hausse. A quoi s'ajoute le fait que la résorption de l'endettement record des années 2000 est à peine amorcée et qu'il risque de s'étaler sur de nombreuses années.

Un deuxième butoir est déjà visible dans la remontée des taux d'intérêt à long terme, que suscitent le gonflement démesuré des déficits publics (3) et les craintes d'une reprise de l'inflation. De l'ordre de

deux points aux Etats-Unis depuis le début de 2009, la hausse des taux longs ne met pas seulement en danger le financement des entreprises, elle hypothèque une reprise possible de l'immobilier, et donc l'assainissement des bilans des banques américaines. Le relèvement des anticipations inflationnistes est, à son tour, alimenté par les craintes provoquées par la création massive de liquidités par les banques centrales. Il trouve une confirmation apparente dans la remontée rapide du prix du pétrole, qui est passé de 30 dollars le baril en décembre 2008 à 70 dollars en juillet 2009. Au-delà de 80 dollars, le prix du baril constituerait un butoir supplémentaire à la croissance dans les économies avancées. Pour la Chine, les effets négatifs commenceraient à se faire sentir à partir de 100 dollars le baril.

Des risques spécifiques

A ces limites, qui découlent de la dynamique même de la reprise, mais dont l'action est anormalement précoce au regard des enchaînements conjoncturels classiques, s'ajoutent les risques spécifiques qui continuent de peser sur la sphère financière. Ces risques sont de trois types: persistance d'une masse considérable de titres toxiques et de créances douteuses à l'actif des bilans bancaires, qui bloquent encore la reprise du crédit; effet en retour de la crise de l'économie réelle sur les bilans bancaires *via* la dégradation de la situation financière des ménages, la multiplication des faillites d'entreprises et, aux Etats-Unis, l'effondrement récent du marché de l'immobilier commercial; persistance du risque souverain en Europe, tant à l'intérieur de la zone euro (Irlande et Grèce, notamment) qu'en dehors de la zone (pays baltes).

Le risque le plus redoutable réside toutefois dans la tentation, pour les pouvoirs publics et les banques centrales, de fonder trop d'espoirs sur les timides signes de reprise apparus depuis le printemps et de procéder de façon prématurée à la mise en oeuvre des stratégies de sortie de crise: resserrement de la liquidité, remontée des taux et restriction budgétaire.

Particulièrement forte en Allemagne, où le Parlement vient d'inscrire dans la Constitution une règle interdisant tout déficit budgétaire à partir de 2016, cette tentation avait conduit les autorités américaines à resserrer le crédit en 1937 et les autorités japonaises à relever les impôts en 1997, provoquant dans les deux cas une rechute sévère de l'économie. Les Etats-Unis ont probablement retenu la leçon. L'Europe, en revanche, risque d'avoir du mal à s'affranchir du rigorisme allemand.