

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 avril 2010 – N°177

Quelle est l'ampleur de la responsabilité de la crise financière dans les difficultés économiques de la zone euro ?

On attribue le plus souvent à la crise financière les difficultés économiques de la zone euro, avec les arguments suivants :

- *les pertes des banques ont conduit à la contraction du crédit ;*
- *les marchés financiers ont perdu toute liquidité et se sont fermés ;*
- *le commerce mondial s'est arrêté avec la contraction du crédit à l'exportation ;*
- *les déficits budgétaires viennent du renflouement des intermédiaires financiers.*

Mais on peut aussi attribuer la crise économique à des problèmes de l'économie réelle :

- *mauvaise spécialisation productive (construction) et désindustrialisation ;*
- *excès d'endettement du secteur privé, provoqué par les politiques monétaires pour compenser la désindustrialisation et la faiblesse des salaires, celle-ci venant soit de la spécialisation productive, soit de la déformation du partage des revenus.*

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Il nous semble conforme aux faits de dire que la partie la plus violente de la crise a été due à la crise financière, mais que la partie durable, structurelle, de la crise, est due à l'économie réelle.

Effets souvent avancés de la crise financière sur les économies de la zone euro

On avance souvent que la crise financière a eu des effets très négatifs sur l'économie de la zone euro :

- les pertes des banques ont fait perdre leurs fonds propres aux banques (tableau 1), ce qui les a conduit à cesser toute activité à risque, en particulier les prêts bancaires, ce qui se produit assez brutalement après la faillite de Lehman Brothers (graphique 1).

Tableau 1
Dépréciations d'actifs et augmentation de capital des banques (en Mds de €)

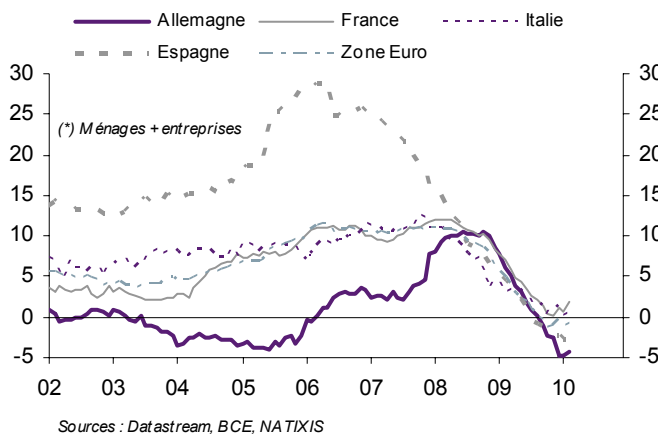
| Mds de € | Total | | 1Q-10 | | 4Q-09 | | 3Q-09 | | 2Q-09 | | 1Q-09 | | 4Q-08 | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation |
| Zone Euro* | 194,2 | 201,5 | 0 | 0,4 | 4,9 | 18,4 | 4,6 | 24,0 | 9,2 | 6,3 | 19,4 | 27,3 | 45,1 | 50,0 |
| Allemagne | 77,9 | 76,0 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 12,7 | -0,1 | 3,0 | 1,2 | 0,0 | 6,5 | 18,3 | 20,1 | 20,7 |
| France | 42,0 | 39,3 | 0,0 | 0,0 | 2,7 | 1,4 | 2,4 | 5,3 | 4,3 | 2,5 | 4,6 | 4,2 | 6,3 | 8,2 |
| Espagne | 13,8 | 21,0 | 0,0 | 0,0 | 1,7 | 0,0 | 1,8 | 7,0 | 1,7 | 0,0 | 2,2 | 0,0 | 2,3 | 7,1 |
| Italie | 8,2 | 14,8 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 0,1 | 6,9 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 3,0 | 3,8 | 3,3 |

| Mds de € | 3Q-08 | | 2Q-08 | | 1Q-08 | | 4Q-07 | | 3Q-07 | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation | Dépréciation | Augmentation |
| Zone Euro* | 25,7 | 28,2 | 18,4 | 17,9 | 31,2 | 13,8 | 32,0 | 10,3 | 5,8 | 5,5 |
| Allemagne | 10,5 | 3,4 | 7,4 | 1,9 | 18,5 | 8,6 | 12,4 | 2,8 | 3,4 | 3,8 |
| France | 4,6 | 5,1 | 4,6 | 7,4 | 3,3 | 5,5 | 8,8 | 0,0 | 1,4 | 0,0 |
| Espagne | 1,2 | 0,0 | 1,1 | 0,0 | 0,6 | 0,0 | 0,8 | 7,4 | 0,6 | 0,0 |
| Italie | 2,5 | 0,0 | 0,1 | 1,0 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

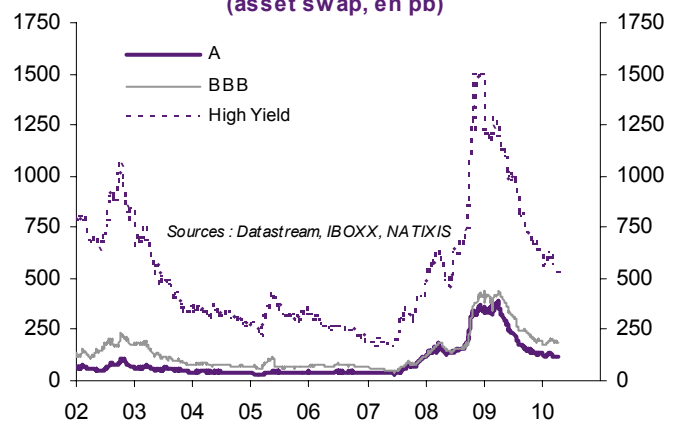
(*) Europe hors Royaume-Uni et Suisse
Sources : Bloomberg, NATIXIS

- perte de liquidité et chute des prix sur les marchés financiers (obligations d'entreprise, graphique 2 a, covered bonds, graphique 2 b, dettes bancaires, (graphique 2 c, marché interbancaire, graphique 2 d), ce qui arrête toutes les formes de financement. La perte de liquidité vient de la crainte de défaut des emprunteurs, de ventes forcées d'actifs par les investisseurs qui subissent des pertes et sont à la recherche de liquidités ;

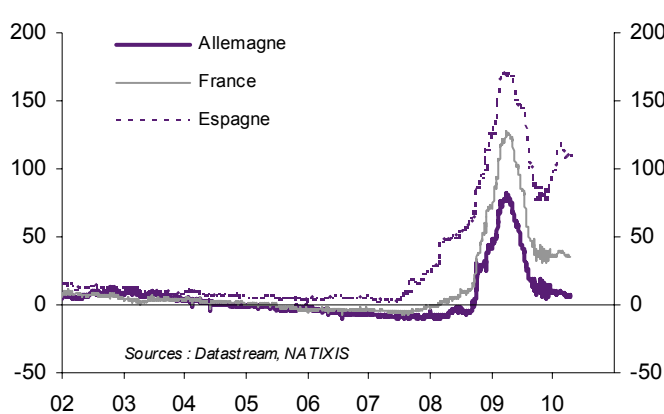
Graphique 1
Crédit au secteur privé* (GA en %)



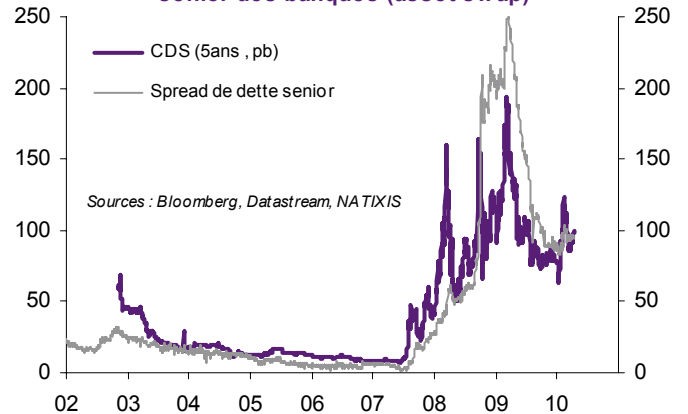
Graphique 2 a
Zone Euro : Spread de crédit (asset swap, en pb)



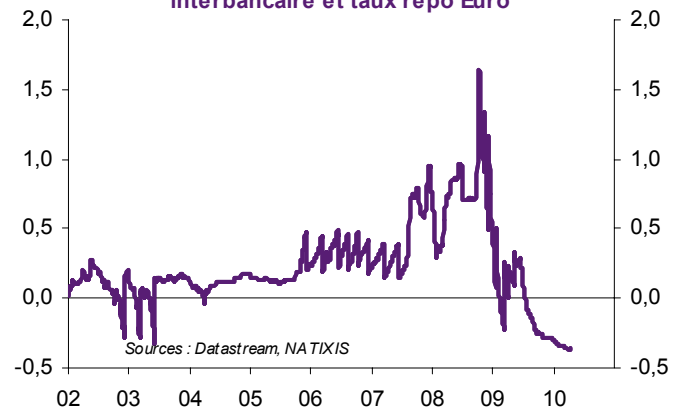
Graphique 2 b
Spreads contre swaps des Covered Bonds (pb)



Graphique 2 c
Zone Euro : CDS pays et Spread de la dette senior des banques (asset swap)



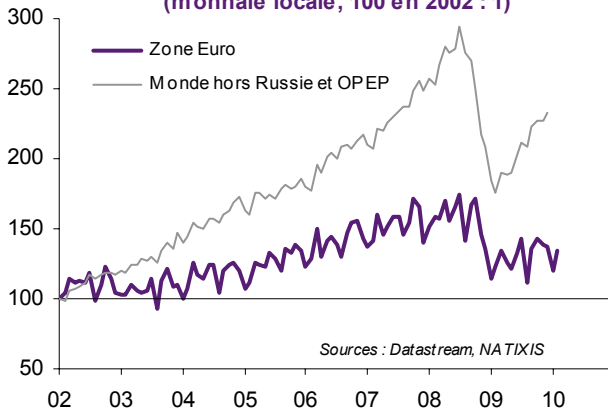
Graphique 2 d
Zone Euro : Ecart entre taux 3mois interbancaire et taux repo Euro



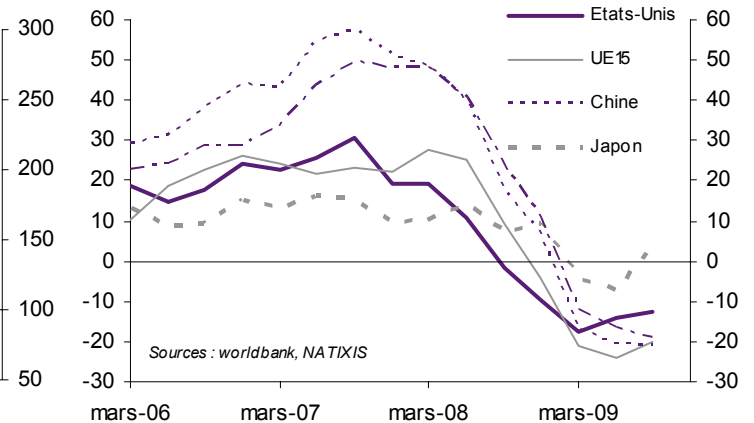
- **arrêt du commerce mondial, donc des exportations de la zone euro (graphique 3 a), en particulier avec l'arrêt du crédit export (graphique 3 b) ;**
- **déficits budgétaires (graphique 4) qui seraient liés au renflouement des banques par les Etats (tableaux 2 a/b).**

Ce dernier argument n'est pas sérieux. Les injections de capital dans les comptes des banques sont très rentables pour les Etats, avec la remontée des cours boursiers (**graphique 5**) ; les obligations bancaires garanties étaient assorties de primes élevées versées aux Etats (**tableau 2 c**).

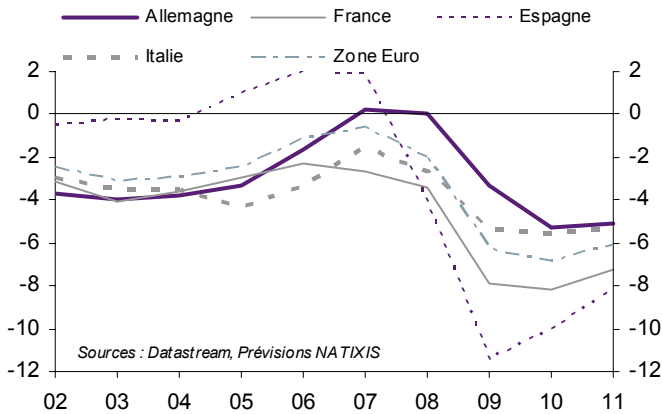
Graphique 3 a
Exportations en valeur
(monnaie locale, 100 en 2002 : 1)



Graphique 3 b
Trade-Credit (GA en %)



Graphique 4
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 5
Zone Euro : Indice boursier dans le secteur financier (100 en 2002:1)

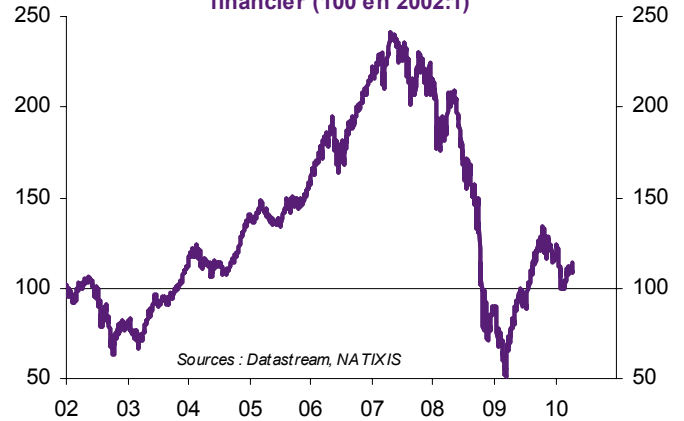


Tableau 2 a
Recapitalisation des banques par les Etats (mesures connues depuis la crise)

| | Mds | Recapitalisation |
|--------------|-----|------------------|
| Allemagne | EUR | 45 |
| France | EUR | 40 |
| Italie | EUR | 9,6 |
| Espagne | EUR | 0 |
| Pays-Bas | EUR | 30 |
| Zone Euro(*) | EUR | 124,6 |

(*) somme des 5 pays
Source : Natixis

Tableau 2 b
Emission de dettes bancaires garanties par les Etats (depuis octobre 2008)

| Pays | Montants émis (Mds d'€) |
|------------------|-------------------------|
| Allemagne | 35,60 |
| France | 100,25 |
| Espagne | 51,23 |
| Irlande | 29,01 |
| Pays Bas | 35,44 |
| Portugal | 3,00 |
| Autriche | 18,75 |
| Belgique | 3,44 |
| Luxembourg | 0,36 |
| Zone Euro | 277,08 |

Sources : Dealogic, NATIXIS

Tableau 2 c
Descriptif sommaire des garanties publiques accordées aux émissions de dette bancaire

| | Institutions éligibles | Dette éligible | Coût de la garantie (par an) | Fenêtre d'émission | Durée de la garantie | Volume maximum garanti |
|-----------|--|---|---|-------------------------------------|-------------------------------|---|
| Allemagne | Toutes IFM (banques, assurances, fonds de pension, sociétés de financement) et filiales de banques étrangères, dont la dotation de capital est jugée satisfaisante | Nouvelle dette senior non sécurisée et prêts interbancaires | selon le rating de l'institution et la durée de la dette émise (50bp si <365 jrs, 50pb+CDS 5 ans sinon / référence CDS = médiane sur le 1er janvier 2007-31 août 2008) | 17 octobre 2008 - 31 décembre 2009 | 3 ans à compter de l'émission | 400 Mrds EUR |
| France | Emissions SFEF (ou Dexia jusqu'au 31/10/2009) | Emissions SFEF | selon le rating de l'institution (50pb+CDS 5 ans-30pb pour le collatéral / référence CDS = médiane sur le 1er janvier 2007-31 août 2008) | jusqu'au 31 décembre 2009 | 5 ans à compter de l'émission | 320 Mrds EUR |
| Italie | Banques et holdings bancaires listés | Nouvelle dette senior non sécurisée de 3 mois et + libellée en EUR et coupon fixe | selon le rating de l'institution et la durée de la dette émise (50bp si <365 jrs, 50pb+CDS 5 ans si <2 ans, 100pb+CDS 5 ans sinon / référence CDS = médiane sur le 1er janvier 2007-31 août 2008) | 14 octobre 2008 - 31 décembre 2009 | 5 ans à compter de l'émission | Indéfini |
| Espagne | Toutes IFM (banques, assurances, fonds de pension, sociétés de financement) et filiales de banques étrangères | Nouvelle dette senior, non sécurisée de 3 mois et +, prêts interbancaires exclus | selon le rating de l'institution et la durée de la dette émise (50bp si <365 jrs, 50pb+CDS 5 ans sinon / référence CDS = médiane sur le 1er janvier 2007-31 août 2008; pour les émetteurs sans CDS représentatif : 36,5pb si AA et 44,8pb si A) | 24 novembre 2008 - 31 décembre 2009 | 3 ans à compter de l'émission | 90 bn EUR sur le budget 2008 et 100 Mrds EUR sur le budget 2009 |

Source : NATIXIS

Il reste donc trois arguments pour défendre l'idée de la responsabilité de la crise financière dans la crise économique : l'arrêt du crédit bancaire avec les pertes des banques, l'arrêt des financements avec la crise de liquidité sur les marchés financiers, l'arrêt du commerce mondial avec la crise du crédit export.

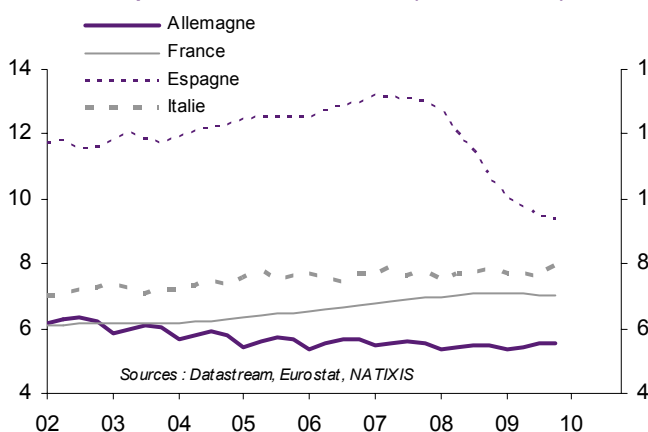
Mais la crise économique est aussi due à des problèmes de l'économie réelle

Mais on sait que **la crise économique de la zone euro est aussi due à des problèmes de l'économie réelle antérieurs à la crise financière** :

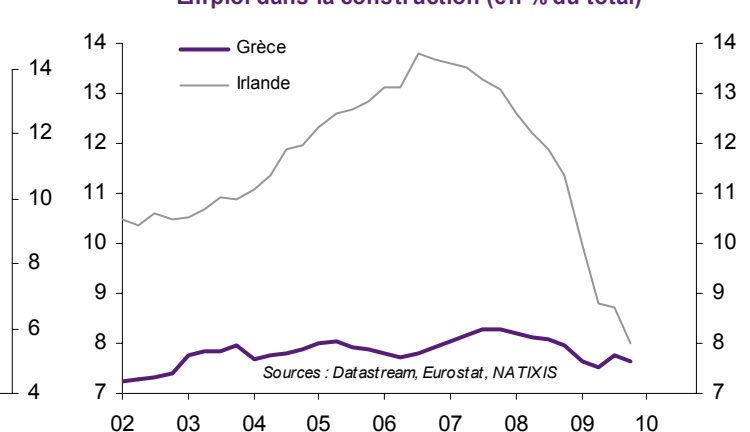
– **mauvaise spécialisation productive**

Dans certains pays de la zone euro (Espagne parmi les quatre grands, aussi Irlande, Grèce) **la spécialisation productive est la cause de la crise, avec d'abord le poids anormalement élevé du secteur de la construction (graphiques 6 a/b).**

Graphique 6 a
Emploi dans la construction (en % du total)

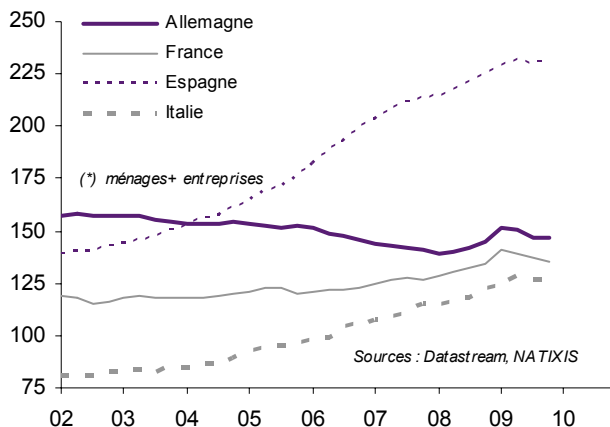


Graphique 6 b
Emploi dans la construction (en % du total)

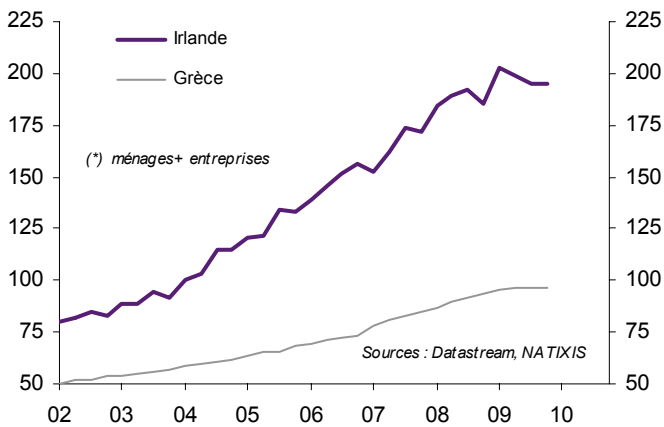


La croissance du secteur de la construction était tirée par la hausse de l'endettement (graphiques 7 a/b), et l'arrêt de l'endettement conduit au retournement à la baisse de l'activité de construction (sauf en Allemagne, graphique 8 a), à la baisse des prix des maisons (graphique 8 b) et de ce fait au recul de la solvabilité (graphique 8 c) ;

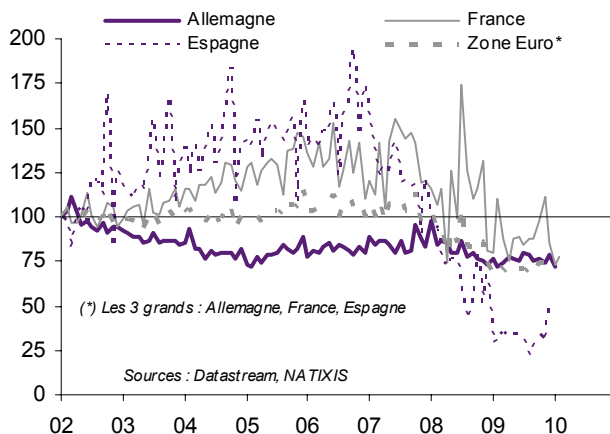
Graphique 7 a
Dettes du secteur privé* (en % du PIB en valeur)



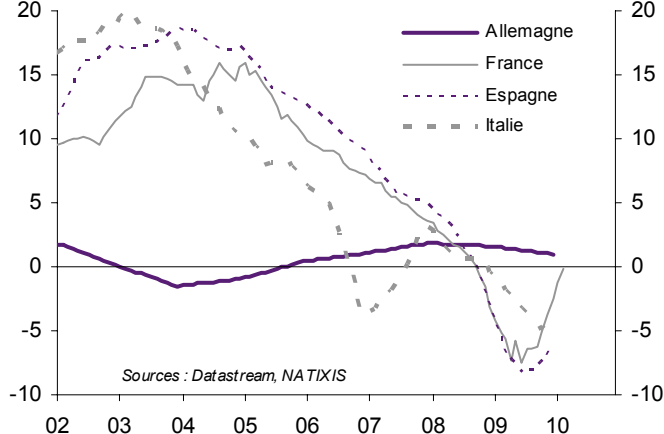
Graphique 7 b
Dettes du secteur privé* (en % du PIB en valeur)



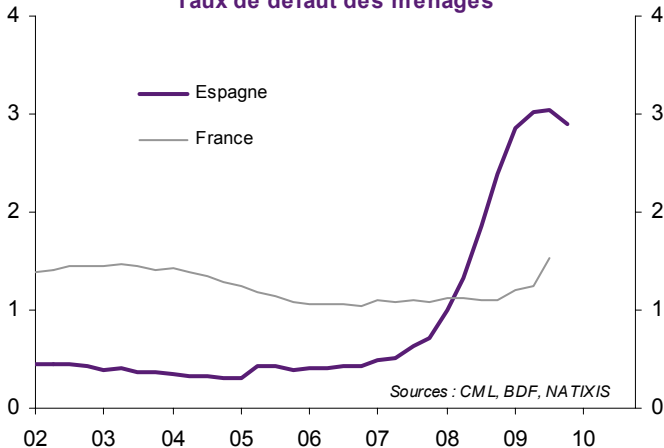
Graphique 8 a
Mises en chantier (100 en 2002:1)



Graphique 8 b
Prix immobiliers (GA en %)



Graphique 8 c
Taux de défaut des ménages



- **désindustrialisation ; la désindustrialisation est avancée en Espagne, en Italie, en France**, comme le montrent les évolutions de l'emploi manufacturier (**graphique 9 a**), des parts de marché à l'exportation (**graphique 9 b**), des balances commerciales (**graphique 9 c**),
- **la désindustrialisation a comme conséquence la faiblesse des hausses de salaire réel** (**graphique 10**, en Espagne, en Italie), puisque les salaires dans **la construction ou les services sont nettement plus faibles que les salaires de l'industrie** (**tableaux 3 a/b/c/d**).

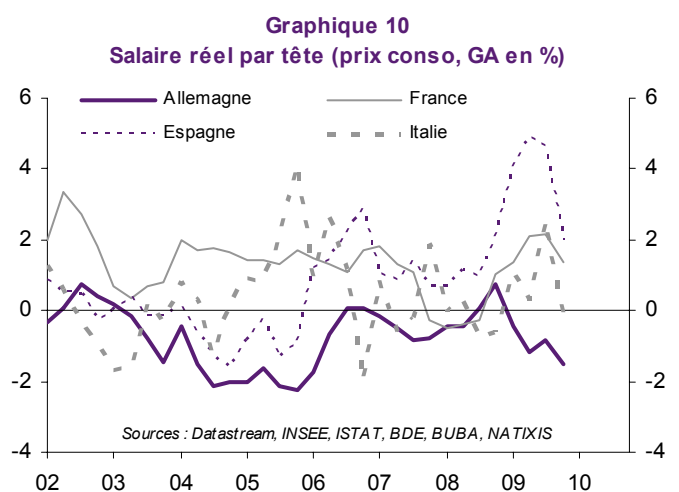
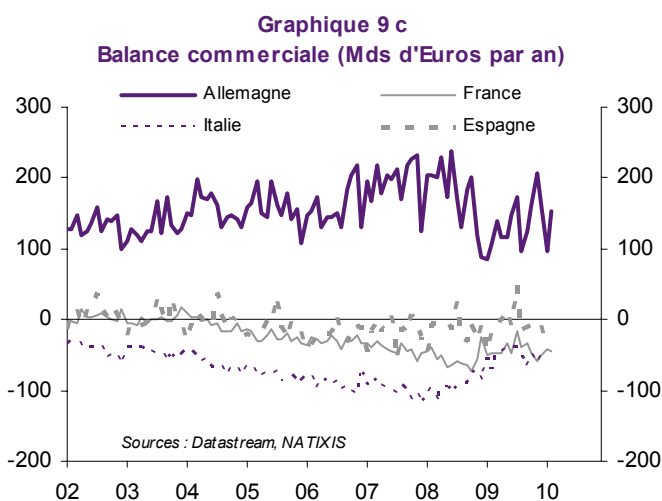
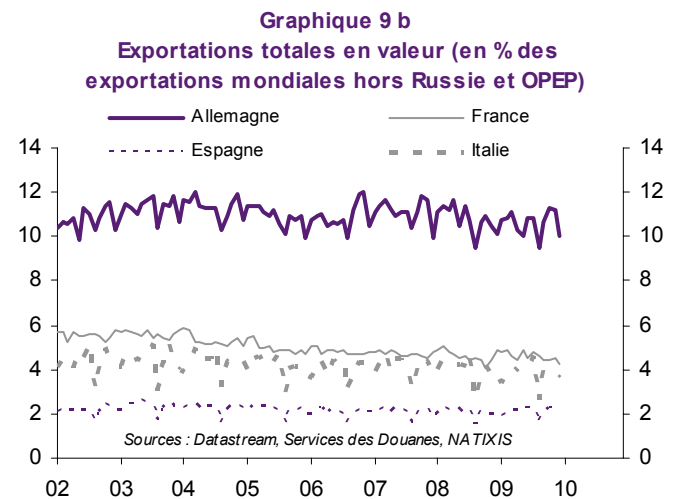
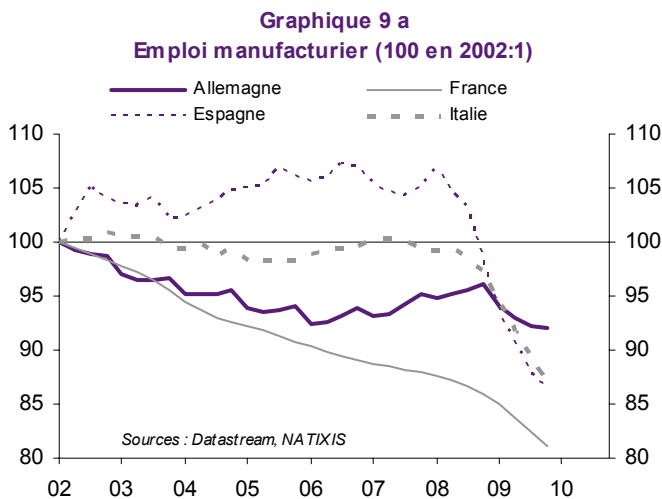


Tableau 3 a
Allemagne - Salaire annuel par tête et par secteur (en euros)

| | Total | Agriculture + pêche | Manufacturier | Construction | Commerce + Transports + Loisirs | Services financiers + services aux entreprises | Services publics et privés |
|------------|-------|---------------------|---------------|--------------|---------------------------------|--|----------------------------|
| Année 2009 | 34124 | 20198 | 45706 | 30343 | 27551 | 35483 | 32024 |

Sources : Datastream, NATIXIS

Tableau 3 b
France - Salaire annuel par tête et par secteur (en euros)

| | Total | Agriculture + pêche | Manufacturier | Construction | Commerce + Transports + Loisirs | Services financiers + services aux entreprises | Services publics et privés |
|------------|-------|---------------------|---------------|--------------|---------------------------------|--|----------------------------|
| Année 2009 | 32012 | 37167 | 36017 | 29863 | 25489 | 48593 | 37410 |

Sources : Datastream, INSEE, NATIXIS

Tableau 3 c
Espagne - Salaire annuel par tête et par secteur (en euros)

| | Total | Industrie | Construction | Services |
|------------|-------|-----------|--------------|----------|
| Année 2009 | 29386 | 32195 | 28102 | 28946 |

Sources : INE

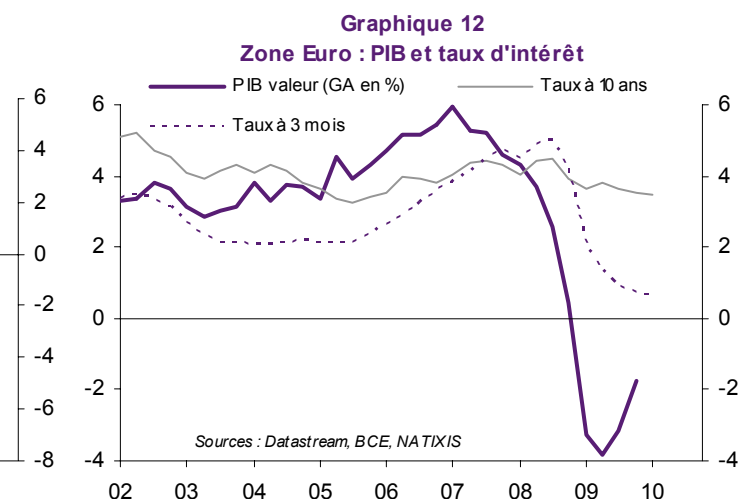
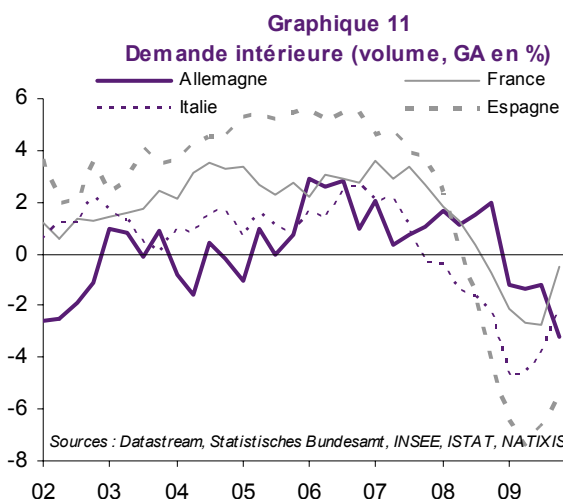
Tableau 3 d
Italie - Salaire annuel par tête et par secteur (en euros)

| | Total économie | Agriculture | Construction | Manufacturier | Commerce | Services financiers + services aux entreprises | Administration |
|------------|----------------|-------------|--------------|---------------|----------|--|----------------|
| Année 2009 | 25013 | 14543 | 20622 | 25297 | 26249 | 28853 | 24284 |

Sources : Banque d'Italie

Lorsque, en France, en Espagne, en Italie, la faiblesse des salaires réels ne peut plus être cachée par la hausse de l'endettement, la demande intérieure recule violemment (graphique 11).

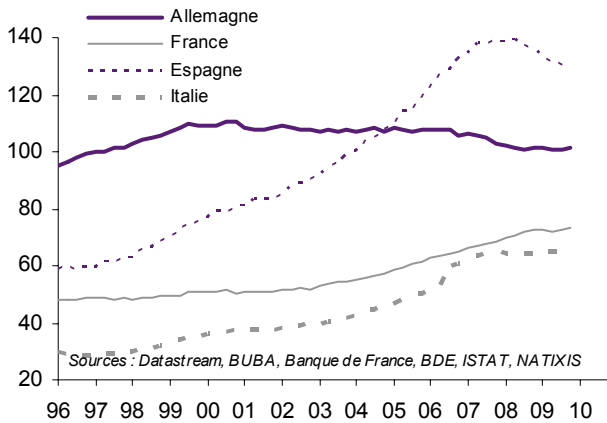
L'endettement était favorisé par la politique monétaire expansionniste (taux d'intérêt faibles par rapport au taux de croissance, graphique 12), mais doit cependant s'arrêter lorsque les capacités d'endettement sont saturées.



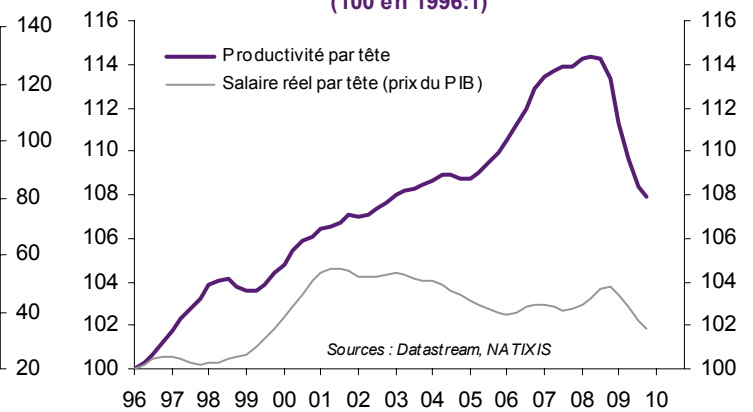
- le cas de l'Allemagne est différent ; puisque l'endettement n'avait pas progressé (graphique 1 plus haut, graphique 13) et qu'il n'y a pas désindustrialisation (graphiques 9 a/b/c plus haut).

La faiblesse des salaires en Allemagne vient de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 14). La transmission de la crise vient du recul des exportateurs, qui sont de très grande taille en Allemagne, en particulier vers les autres pays européens (graphique 15 a/b).

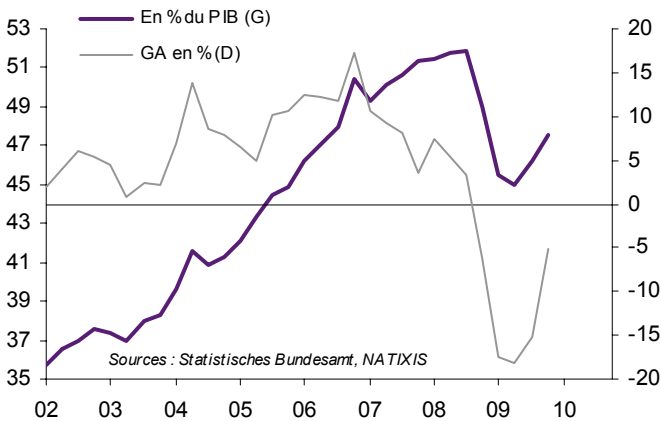
Graphique 13
Dettes des ménages (en % du RDB)



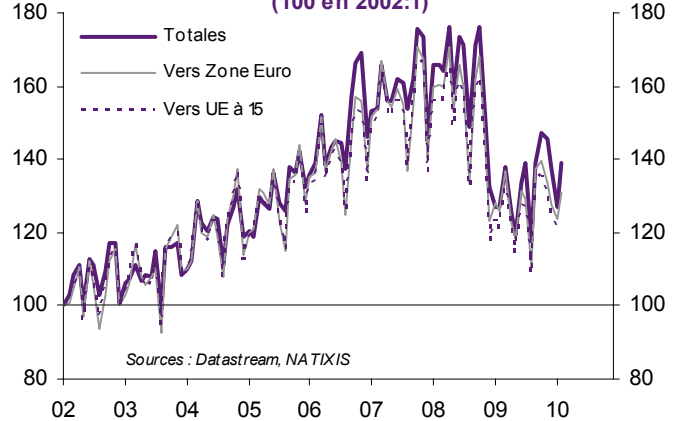
Graphique 14
Allemagne : productivité par tête et salaire réel (100 en 1996:1)



Graphique 15 a
Allemagne : exportations en volume



Graphique 15 b
Allemagne : Exportations totales et vers...

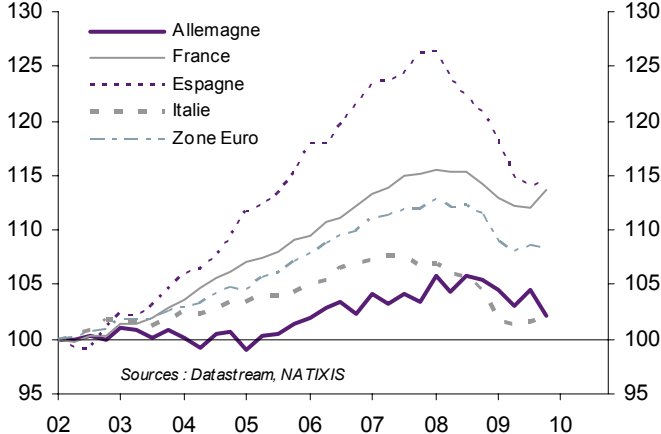


Synthèse : au total, quelle est la responsabilité de la crise financière dans la situation présente de crise économique dans la zone euro ?

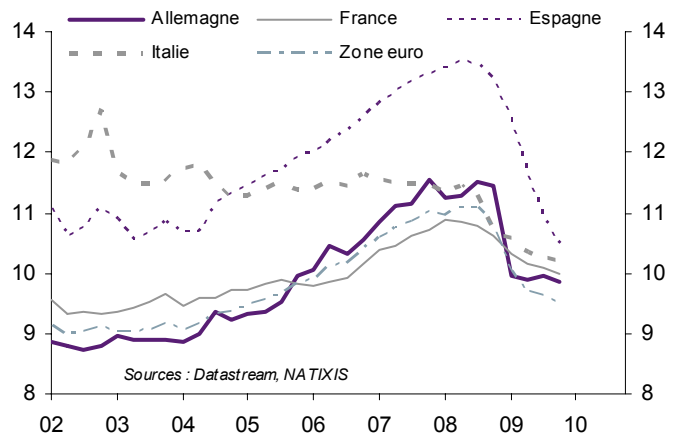
On observe aujourd'hui dans la zone euro :

- la poursuite du désendettement (graphique 1) ;
- le maintien d'exportations faibles (graphique 3 a) ;
- la poursuite de la faiblesse de la demande intérieure (graphique 11, graphique 16) ;
- la faiblesse de l'investissement des entreprises (graphique 17) ;
- la poursuite des pertes d'emplois (graphique 18) et du freinage des salaires (graphique 19).

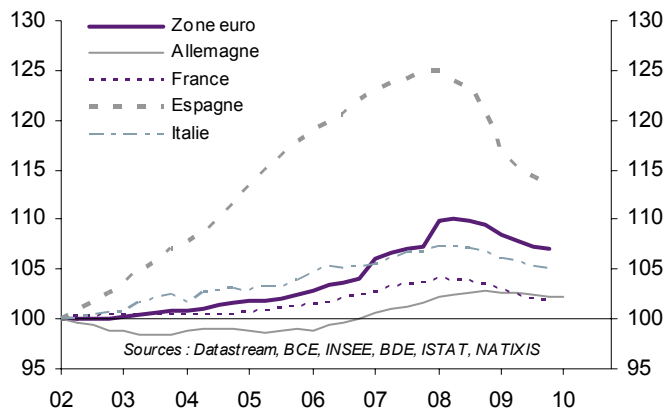
Graphique 16
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)



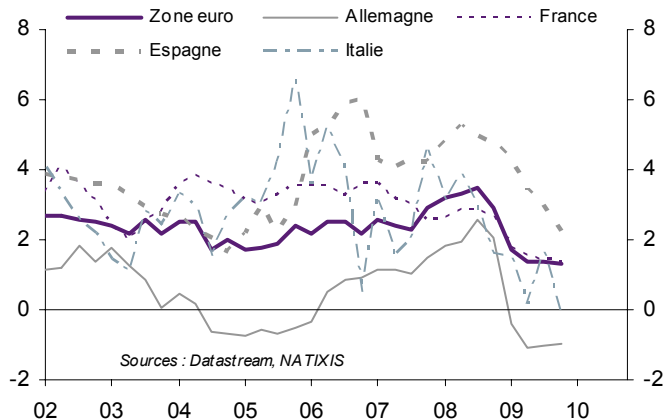
Graphique 17
Investissement productif (volume, en % du PIB)



Graphique 18
Emploi (100 en 2002:1)

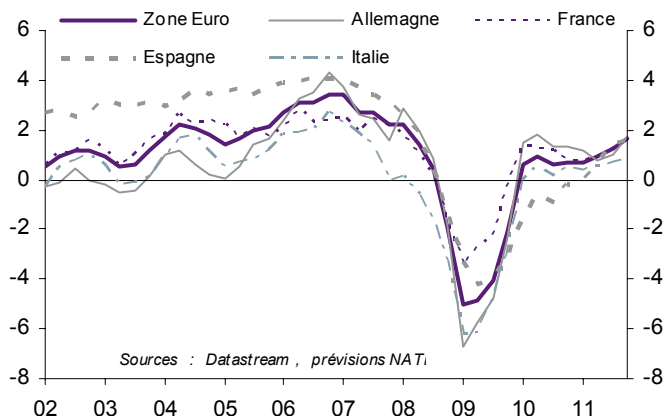


Graphique 19
Salaire nominal par tête (GA en %)

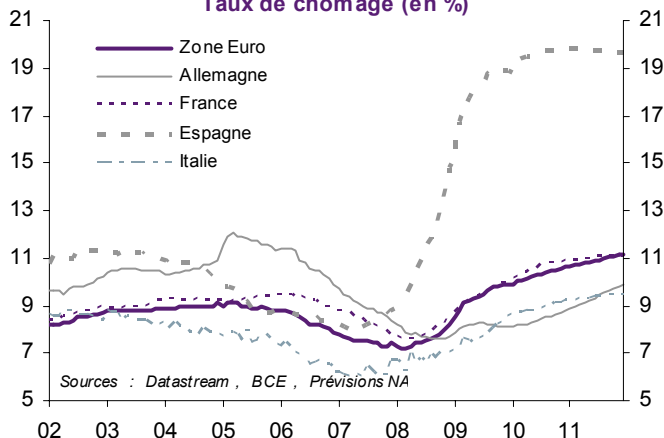


Ceci conduit à des perspectives de croissance très modestes (graphique 20 a), à la poursuite de la hausse du chômage (graphique 20 b).

Graphique 20 a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 20 b
Taux de chômage (en %)



Pourtant, la crise financière est largement terminée :

- les pertes sur les actifs des banques ont été compensées par des augmentations de capital (**tableau 1** plus haut) et les ratios des fonds propres des banques sont aujourd'hui élevés (**tableau 4**) ;

Tableau 4
Ratios de capital des banques (moyenne par pays)

| | 2007 | | T2 2008 | | T1 2009 | | T2 2009 | | T3 2009 | |
|-----------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|-------|---------|-------|
| | Core T1 | T1 | Core T1 | T1 | Core T1 | T1 | Core T1 | T1 | Core T1 | T1 |
| Allemagne | 6,57 | 8,22 | 6,28 | 8,35 | 7,10 | 8,50 | 7,80 | 10,60 | 8,10 | 11,30 |
| Espagne | 6,46 | 7,73 | 6,96 | 8,22 | 7,05 | 8,14 | 7,30 | 8,85 | 7,85 | 9,30 |
| France | 6,17 | 7,33 | 6,50 | 8,23 | 7,27 | 8,77 | 7,70 | 9,33 | 7,90 | 10,25 |
| Italie | 5,56 | 6,41 | 5,97 | 5,95 | 6,55 | 6,77 | 6,55 | 7,45 | 7,38 | 8,20 |

Source : NATIXIS

- les conditions de financement des banques sont aujourd’hui normales (**graphiques 2 b/2 c/2 d** plus haut) ;
- les prix sur les marchés financiers sont redevenus normaux (**graphique 2 a** plus haut) ;
- les conditions de l’offre de crédit bancaire ne sont plus restrictives (**graphique 21**).

Si on peut attribuer à la crise bancaire et financière l’effondrement de l’activité après la faillite de Lehman Brothers il n’est pas possible de leur attribuer aujourd’hui la faiblesse de l’activité.

Cette dernière vient de l’économie réelle, une fois que l’endettement n’augmente plus (**graphiques 1-13** plus haut), avec, comme on l’a vu plus haut la mauvaise spécialisation, la désindustrialisation, le freinage des salaires qui apparaît maintenant dans tous les pays (**graphique 14** plus haut) avec la volonté de redressement des profits des entreprises, c’est-à-dire avec la **généralisation à tous les pays de la zone euro du modèle salarial allemand** ; pour l’Allemagne, avec la faiblesse de la demande dans les autres pays européens.

