

Pourquoi une crise aussi violente dans la zone euro ?

On peut comprendre, compte tenu de l'excès d'endettement des ménages, et de la forte hausse des défauts qui en résulte, que la crise soit violente aux Etats-Unis, en Espagne, au Royaume-Uni. Mais il est difficile de comprendre pourquoi elle l'est aussi dans des pays où l'endettement des ménages a beaucoup moins progressé (France, Italie, Allemagne) et où les défauts n'augmentent pas. Quels sont les mécanismes possibles, a priori, de transmission de la crise à ces pays ?

- *les effets de richesse, avec la baisse (en grande partie irrationnelle) des prix des actifs ;*
- *le rationnement (ou la hausse du prix) du crédit bancaire ;*
- *le recul des exportations vers les pays les plus touchés ;*
- *une réaction irrationnelle de contraction de la dépense des ménages ou des entreprises.*

Une fois la crise enclenchée, elle est démultipliée par les effets sur l'emploi, les revenus.

Nous pensons que la transmission de la crise aux pays les moins fragiles, a priori, est surtout due à la remontée des taux d'épargne des ménages, à la hausse des marges de taux d'intérêt sur les crédits bancaires, au recul des exportations.

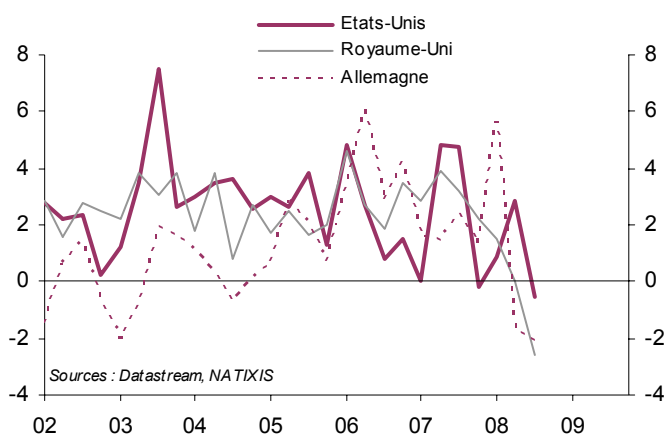
La crise est violente partout

Nous allons regarder les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie.

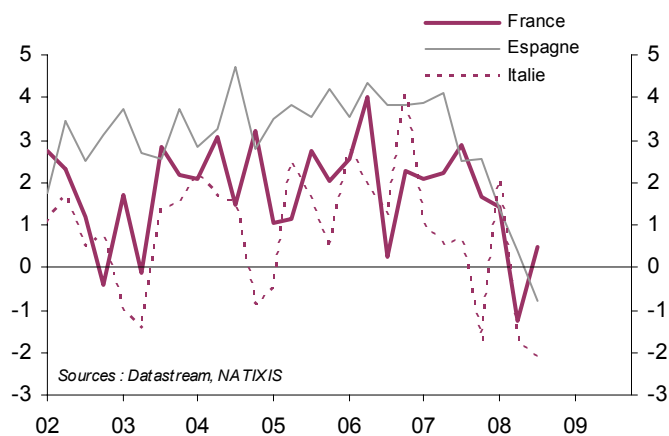
Les différents indicateurs montrent que **la crise est violente dans tous ces pays** :

- recul de la croissance (**graphiques 1a-1b**) et de la production industrielle (**graphiques 2a-2b**) ;
- perspectives très défavorables d'activité dans l'industrie (**graphiques 3a-3b**) comme dans les services (**graphiques 4a-4b**) ;
- remontée du chômage (**graphiques 5a-5b**), très tardive et récente en Allemagne ;
- recul de la consommation des ménages (**graphiques 6a-6b**), notamment des achats de voitures (**graphiques 7a-7b**), moins marqué en France.

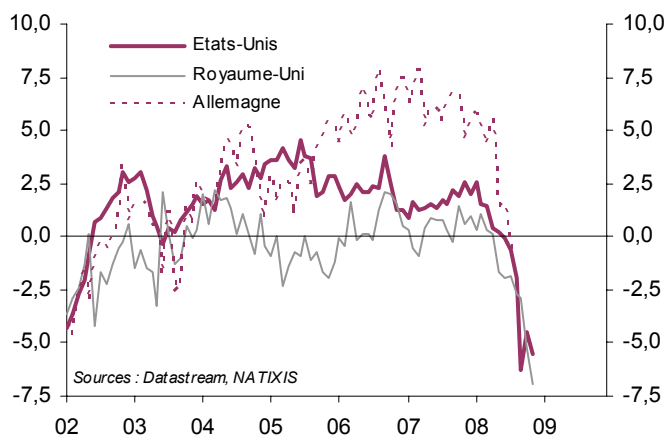
Graphique 1a
Croissance du PIB (volume, Q/Q en % annualisé)



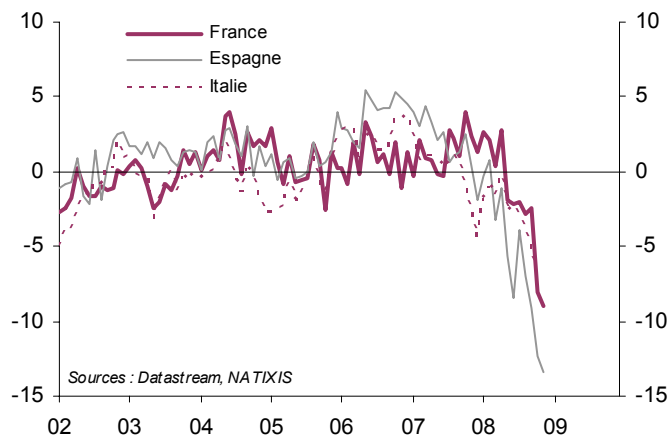
Graphique 1b
Croissance du PIB (volume, Q/Q en % annualisé)



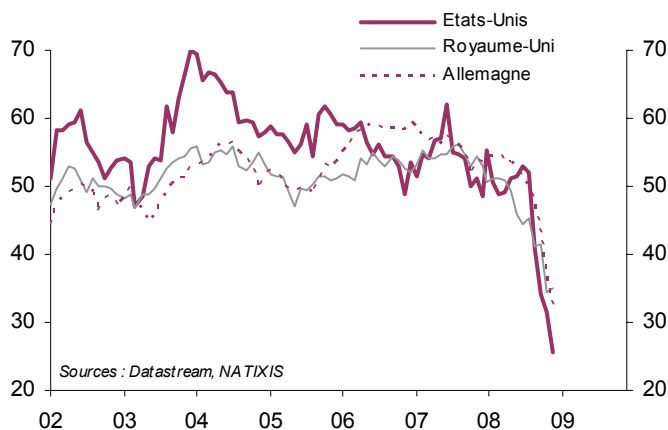
Graphique 2a
Production manufacturière (GA en %)



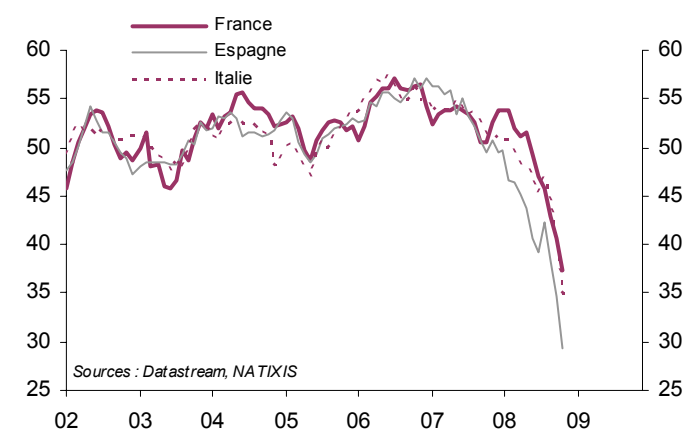
Graphique 2b
Production manufacturière (GA en %)



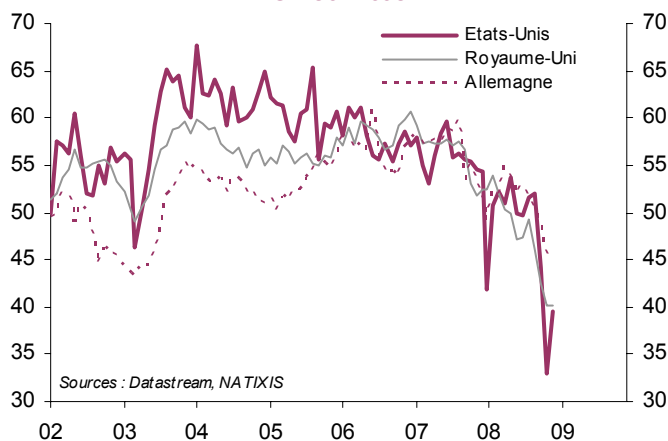
Graphique 3a
ISM manufacturier



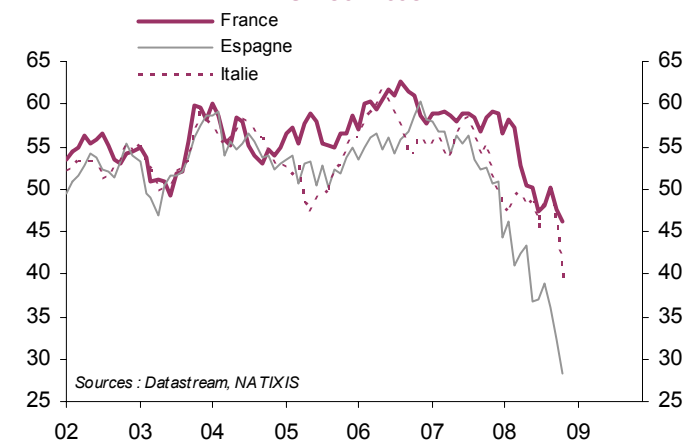
Graphique 3b
ISM manufacturier



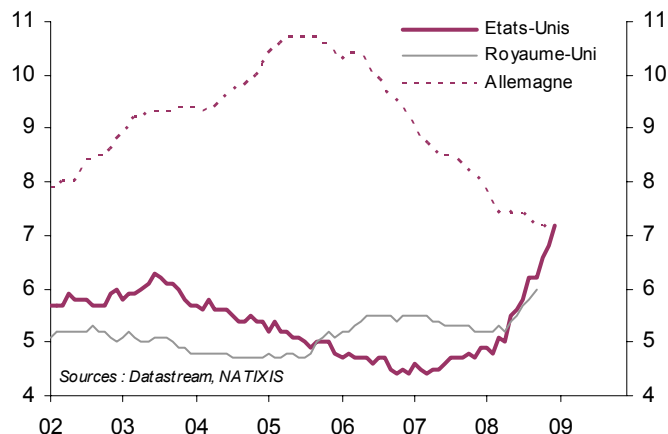
Graphique 4a
ISM services



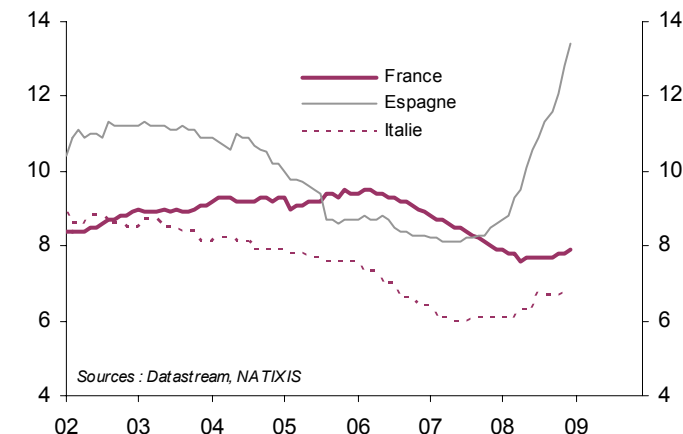
Graphique 4b
ISM services



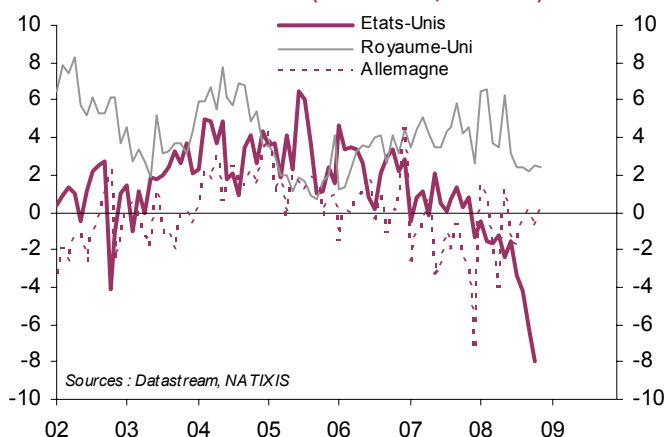
Graphique 5a
Taux de chômage



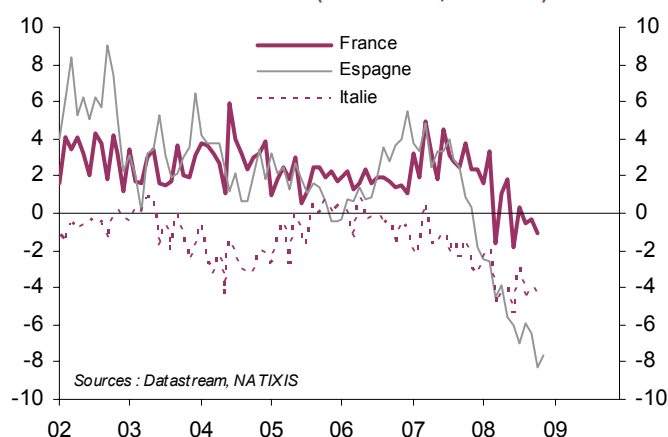
Graphique 5b
Taux de chômage



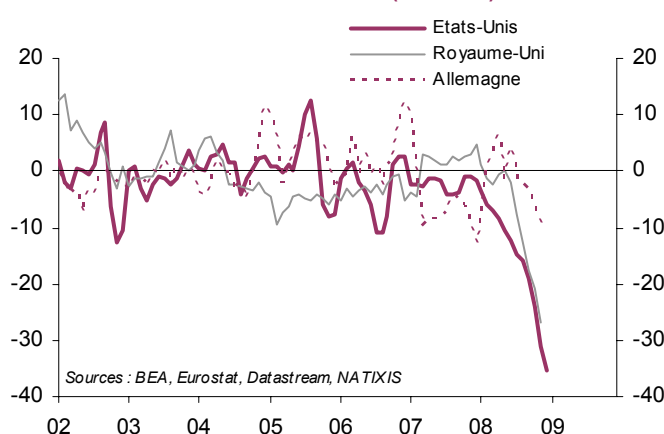
Graphique 6a
Ventes au détail (en volume, GA en %)



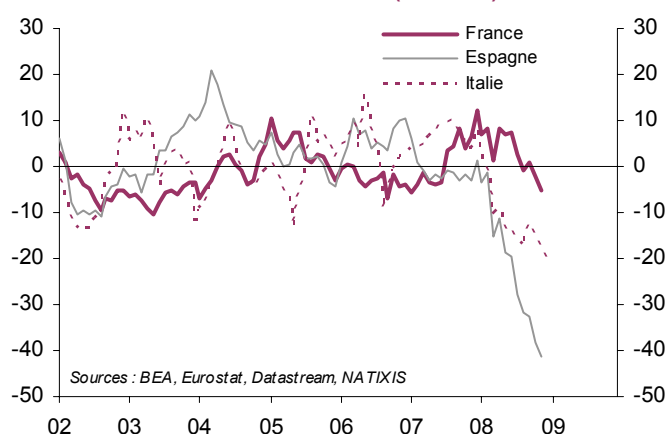
Graphique 6b
Ventes au détail (en volume, GA en %)



Graphique 7a
Ventes de voitures (GA en %)



Graphique 7b
Ventes de voitures (GA en %)



On s'attend donc dans tous ces pays à un **recul de l'activité réelle** en 2009 (tableau 1).

Tableau 1
Croissance du PIB volume (en %)

	2006	2007	2008*	2009*
Etats-Unis	2,9	2,0	1,2	-1,0
Royaume Uni	2,9	3,0	1,0	-1,2
Allemagne	3,1	2,6	0,9	-1,4
France	2,2	2,1	0,6	-0,9
Espagne	3,9	3,7	1,1	-1,4
Italie	1,9	1,4	-0,5	-1,1

(*) Estimations et prévisions Natixis

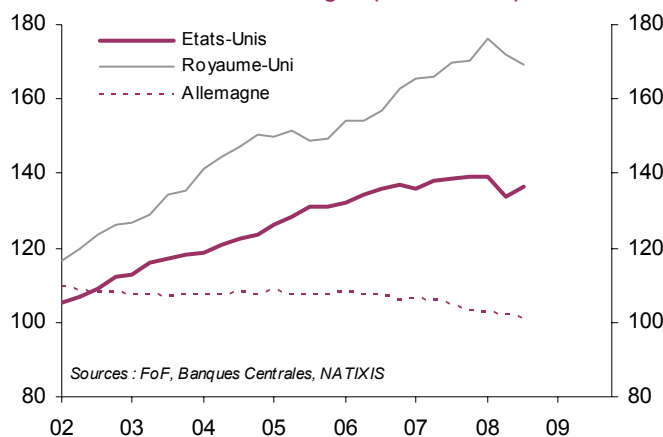
Pourtant ces six pays ont des situations très différentes en ce qui concerne l'évolution du crédit, de l'activité de construction

Si ces six pays ont des perspectives économiques mauvaises de manière homogène, leur situation en ce qui concerne l'endettement des ménages, l'immobilier, l'activité de construction, est clairement hétérogène :

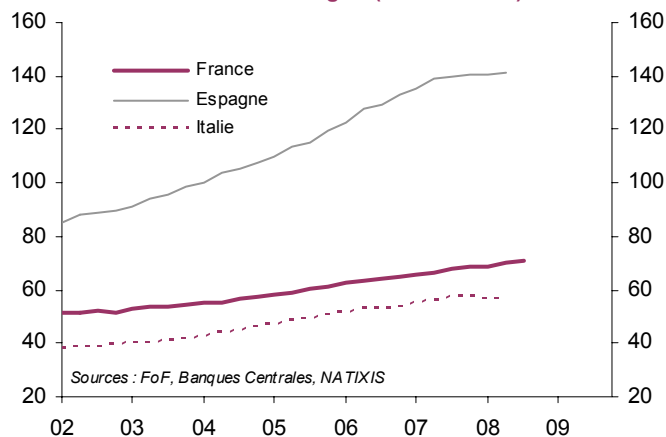
- **taux d'endettement** des ménages faible par rapport aux autres pays en France et en Italie (graphiques 8a-8b) ;
- **croissance du crédit immobilier** dans le cycle 2002-2007 très faible en Allemagne (graphiques 9a-9b) ;

- absence de hausse des prix de l'immobilier, de l'investissement logement et de l'activité de construction en Allemagne (graphiques 10a-10b, 11a-11b, 12a-12b) ;
- emploi dans la construction ayant un poids plus important en Espagne (graphiques 13a-13b).

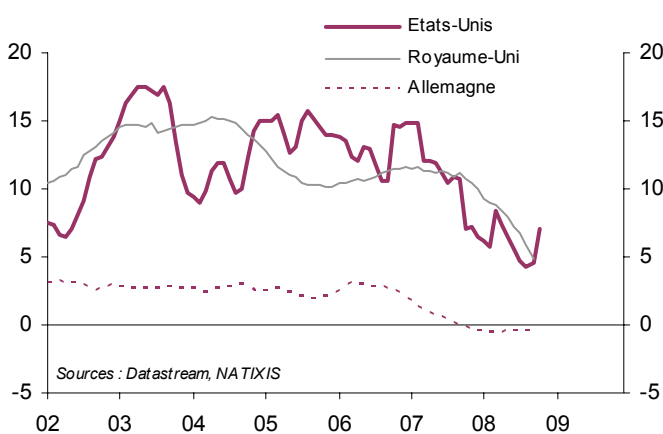
Graphique 8a
Dette des ménages (en % du RDB)



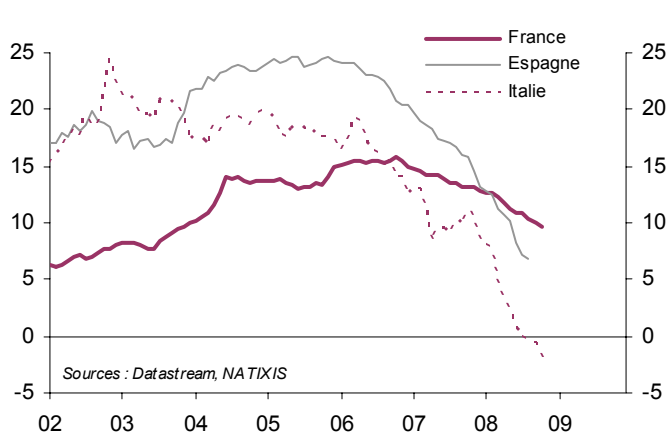
Graphique 8b
Dette des ménages (en % du RDB)



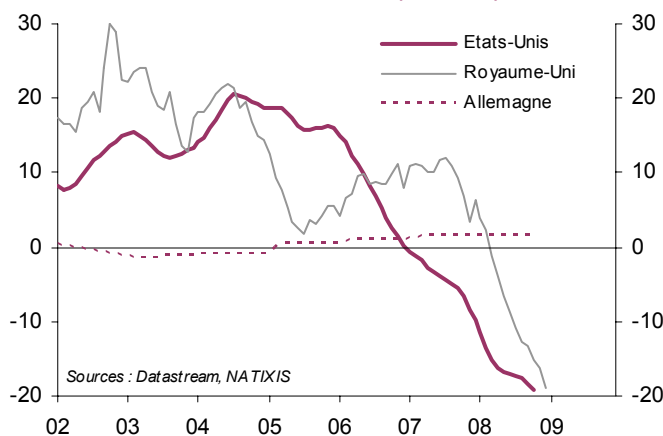
Graphique 9a
Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %)



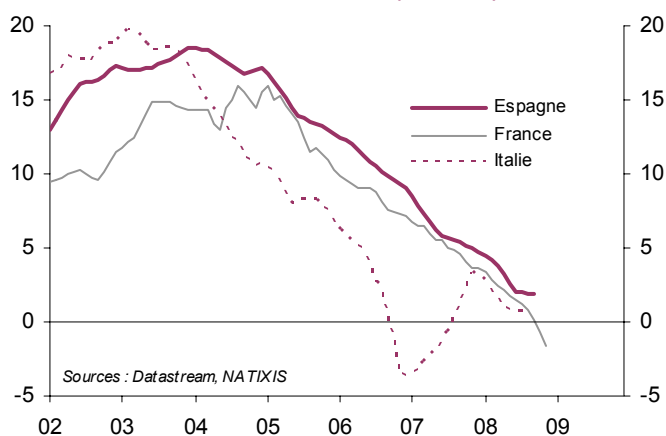
Graphique 9b
Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %)



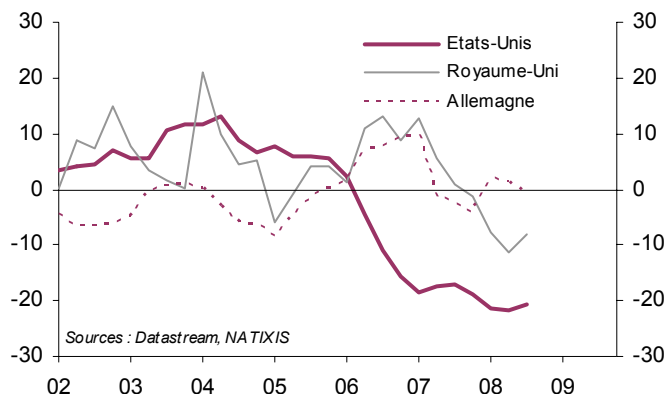
Graphique 10a
Prix de l'immobilier (GA en %)



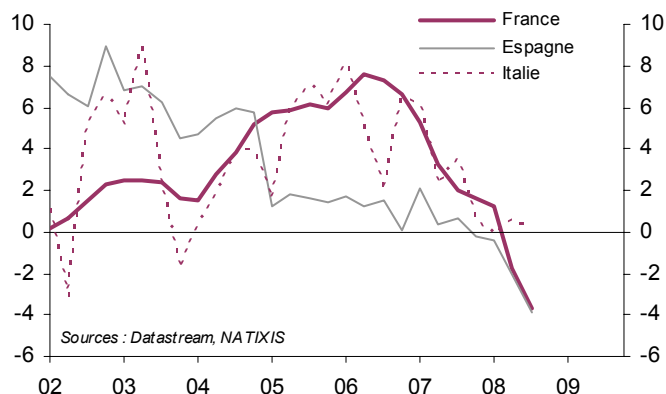
Graphique 10b
Prix de l'immobilier (GA en %)



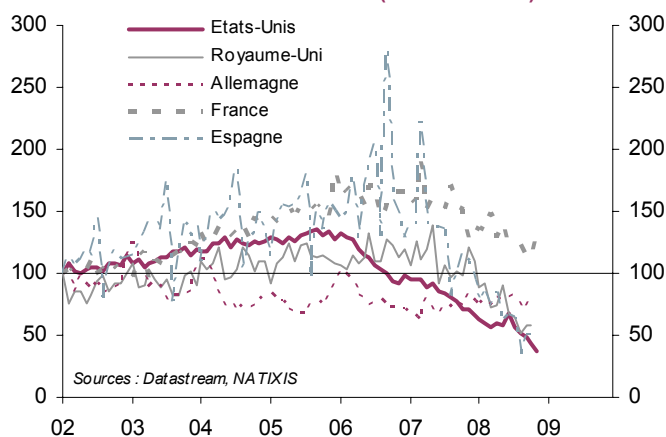
Graphique 11a
Investissement en logement des ménages
en volume (GA en %)



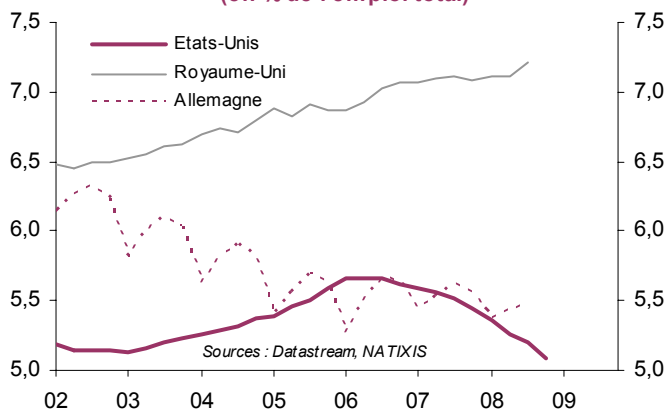
Graphique 11b
Investissement en logement des ménages
en volume (GA en %)



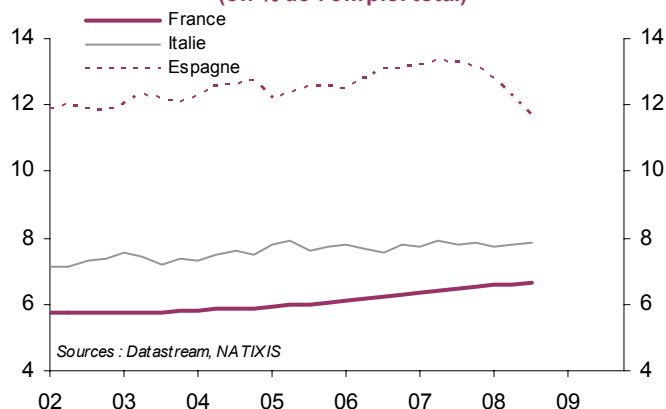
Graphique 12
Permis de construire (100 en 2002:1)



Graphique 13a
Emploi dans la construction
(en % de l'emploi total)



Graphique 13b
Emploi dans la construction
(en % de l'emploi total)



On s'attendrait à une crise économique plus grave dans les pays où le crédit aux ménages et l'immobilier résidentiel ont eu le rôle le plus important dans l'explication de la croissance de 2002 à 2007 (Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne). Or on l'a vu plus haut, la crise est assez homogène.

Il faut donc essayer de comprendre pourquoi la France, l'Italie et l'Allemagne, où le crédit aux ménages et l'immobilier ont joué un rôle plus faible (France, Italie) ou nul (Allemagne) sont autant affectés par la crise que les autres (Espagne, Royaume-Uni, Etats-Unis).

Pourquoi la crise est-elle homogène ?

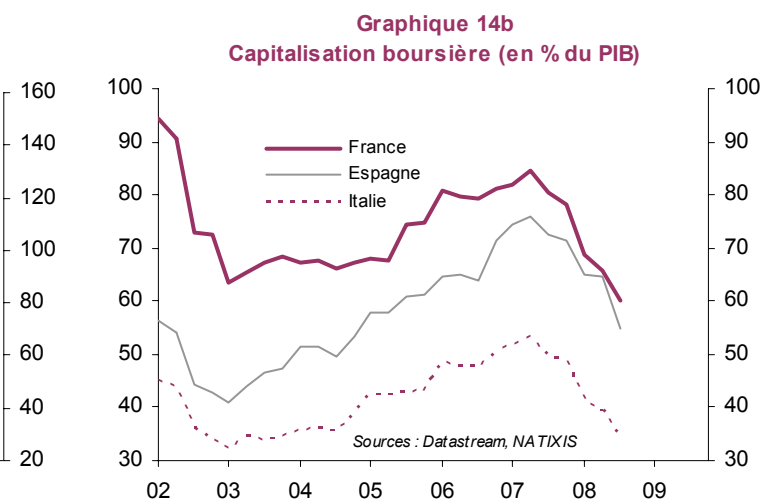
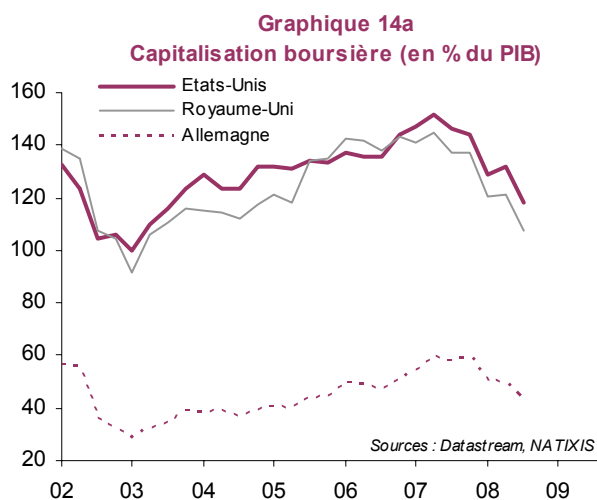
On peut, a priori, imaginer quatre raisons pour lesquelles la crise est homogène (entre les six pays analysés ici) malgré l'hétérogénéité du rôle antérieur du crédit et de la construction dans ces pays.

- (1) Effets de richesse ou recul (irrationnel) de la demande privée
- (2) Attitude des banques
- (3) Recul des exportations

1 Effets de richesse et demande privée

Regardons ici simultanément la première et la quatrième raisons possibles ci-dessus. La perte de richesse (et il s'agit ici de la **richesse financière** puisque la richesse immobilière fait partie de l'hétérogénéité) conduit normalement à une **hausse du taux d'épargne des ménages et à une baisse de l'investissement des entreprises**.

La richesse financière a baissé dans tous les pays, en particulier avec la **chute de la capitalisation boursière (graphiques 14a-14b)**.

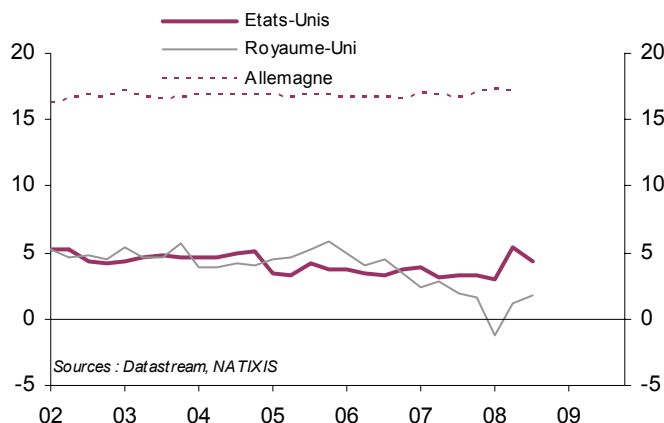


Qu'observe-t-on en ce qui concerne les taux d'épargne des ménages et l'investissement des entreprises ? Une hausse du taux d'épargne ou une baisse de l'investissement peuvent venir :

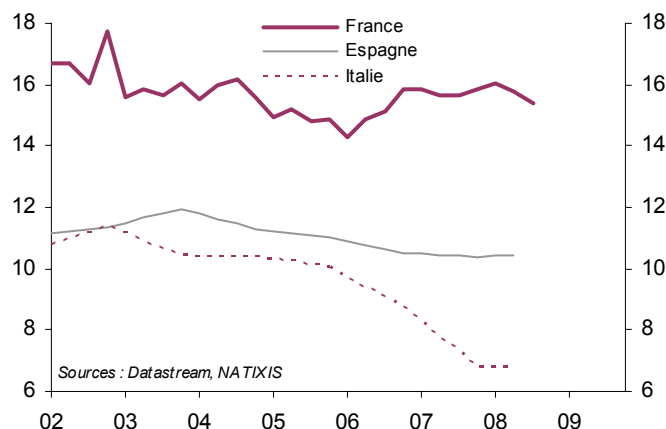
- de l'effet de richesse ;
- d'un recul irrationnel de la demande (épargne de précaution, baisse des investissements due à l'investissement...)
- du volume ou du coût du crédit, points qu'on verra plus loin.

Le taux d'épargne des ménages remonte aux Etats-Unis, arrête de baisser en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni mais **remonte aussi en France et en Allemagne (graphiques 15a-15b)**. **L'investissement productif** souffre moins en France, en Italie et en Allemagne qu'en Espagne, au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis.

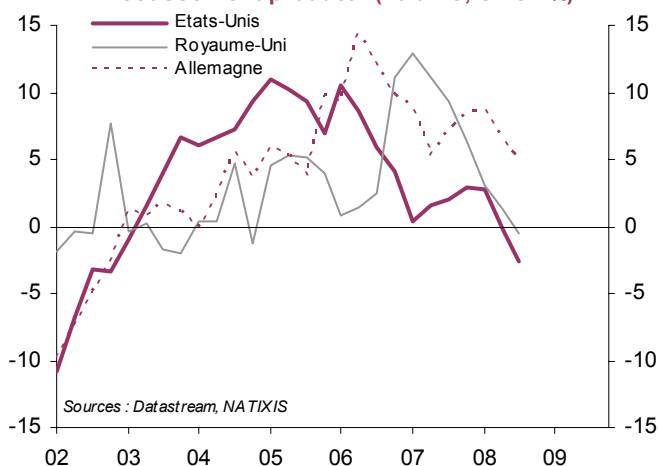
Graphique 15a
Taux d'épargne brut des ménages



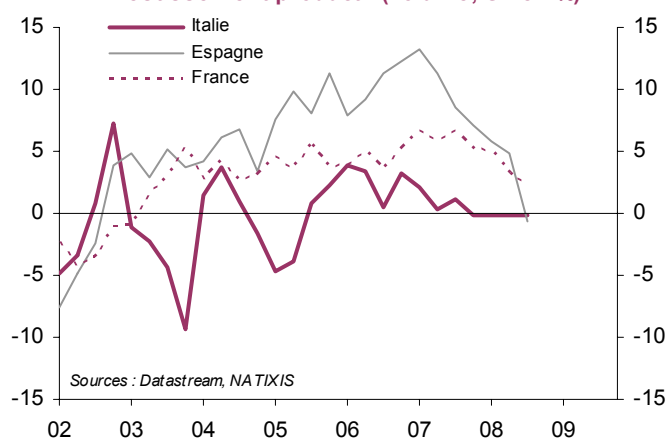
Graphique 15b
Taux d'épargne brut des ménages



Graphique 16a
Investissement productif (volume, GA en %)



Graphique 16b
Investissement productif (volume, GA en %)



2 Attitude des banques

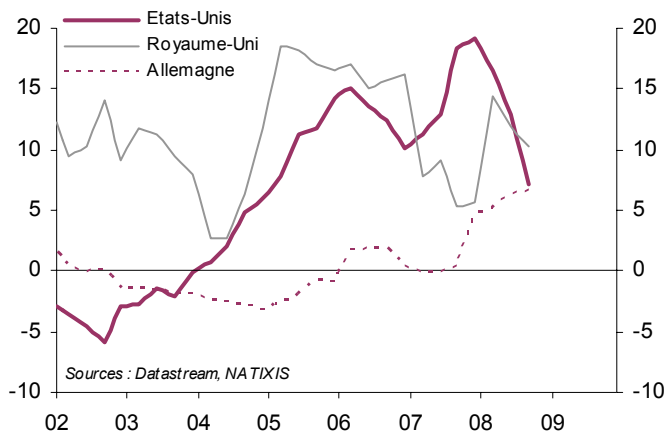
Il s'agit ici de **l'attitude des banques vis-à-vis du crédit aux entreprises**, puisque l'attitude vis-à-vis du crédit aux ménages a été vue plus haut comme facteur d'hétérogénéité.

Les banques peuvent, soit **réduire la quantité de crédit distribué aux entreprises**, soit **accroître les marges sur les crédits aux entreprises**, ce qui renforcerait la faiblesse des dépenses des entreprises.

On ne voit pas de contraction particulière du montant des crédits aux entreprises en Allemagne, en France, en Italie, mais en Allemagne et en France, il y a une **forte remontée des marges de taux d'intérêt sur ces crédits (graphiques 17a-17b-18a-18b)**.

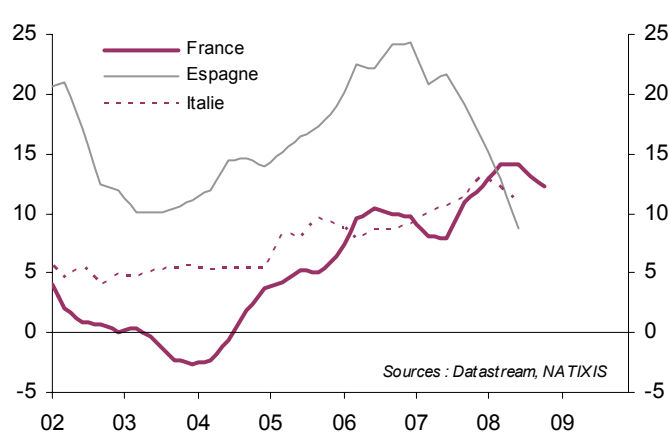
Graphique 17a

Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



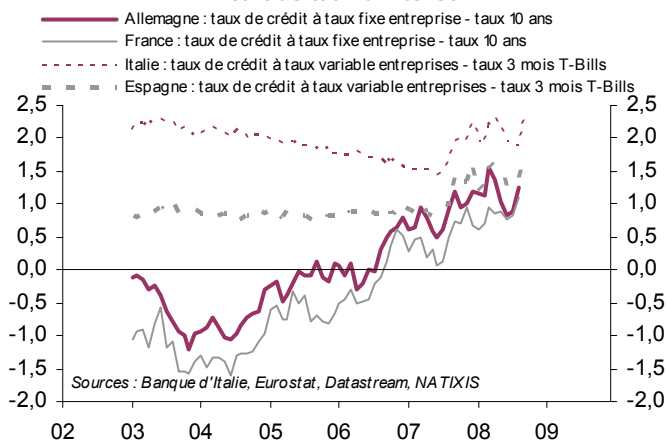
Graphique 17b

Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



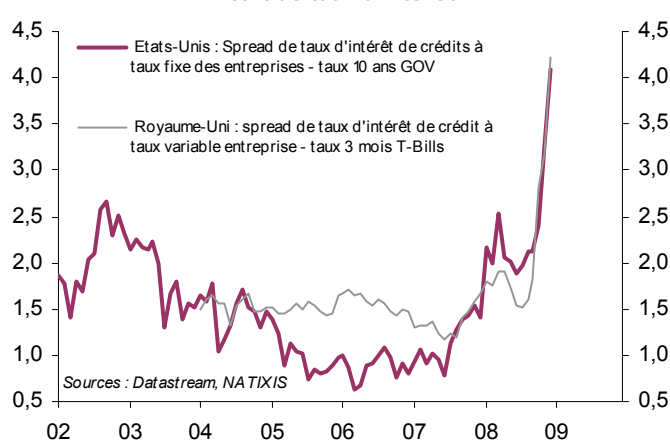
Graphique 18a

Ecart de taux d'intérêt



Graphique 18b

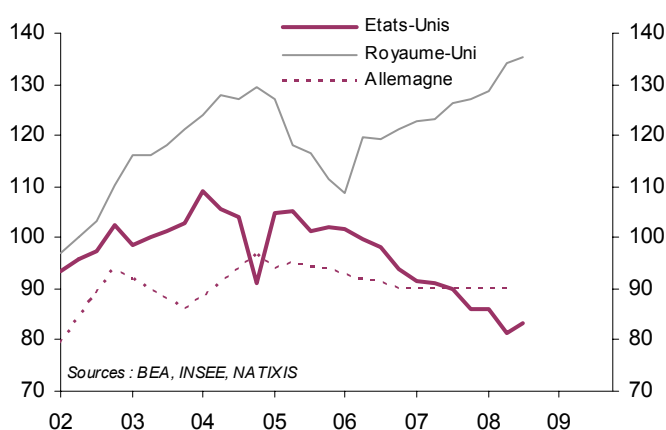
Ecart de taux d'intérêt



Une contraction de l'offre de crédit bancaire (soit par les quantités, soit par les taux d'intérêt) a d'autant plus d'effets négatifs sur les dépenses des entreprises que les taux d'autofinancement sont faibles, ce qui est le cas en France.

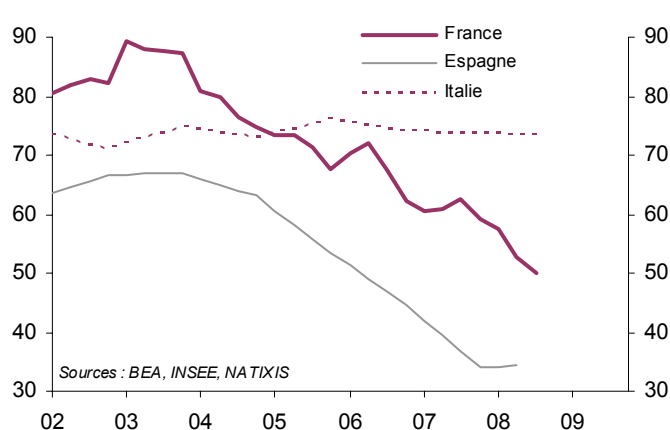
Graphique 19a

Taux d'autofinancement (en %)



Graphique 19b

Taux d'autofinancement (en %)

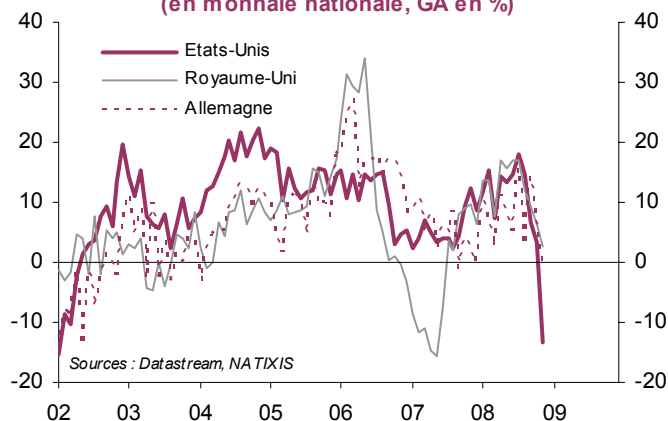


3 Exportations

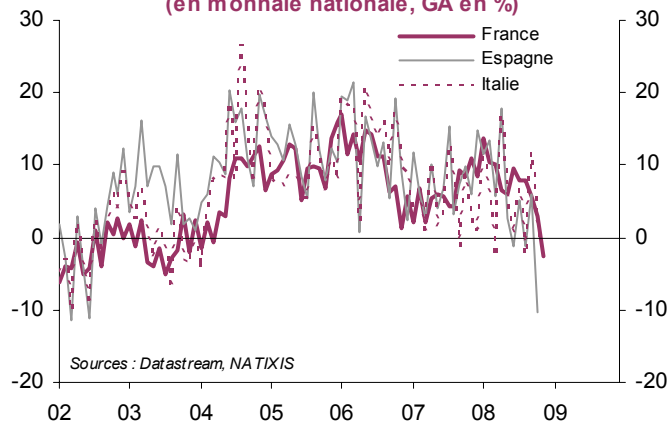
Si certains pays connaissent une chute de leur demande intérieure pour des raisons spécifiques (nous regardons ici l'excès d'endettement, le retournement à la baisse de l'activité de construction, de l'immobilier résidentiel), **cette chute est transmise aux autres pays par le commerce extérieur.**

Les importations freinent partout (graphiques 20a-20b-20c-20d), d'où un freinage très important des exportations de l'Allemagne, de la France, de l'Italie (graphiques 21a-21b-21c-21d), aussi bien vers les Etats-Unis (graphiques 22a-22b) que vers l'Union Européenne (graphiques 23a-23b).

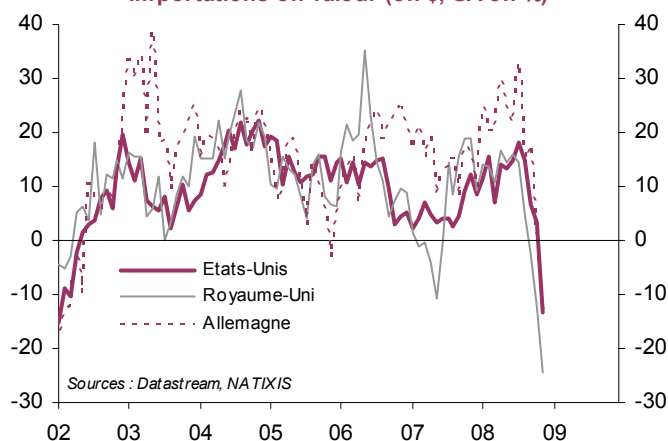
Graphique 20a
Importations en valeur
(en monnaie nationale, GA en %)



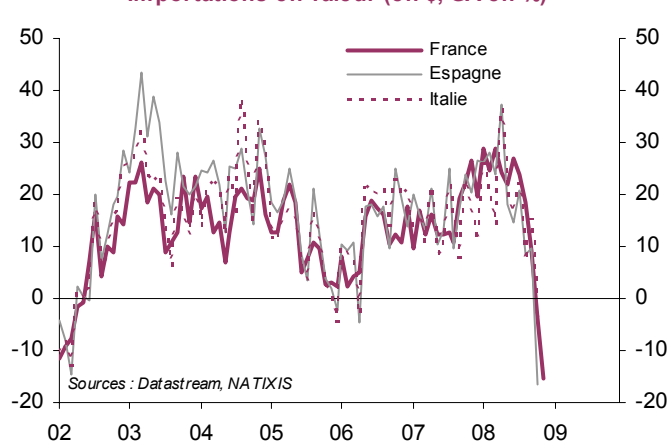
Graphique 20b
Importations en valeur
(en monnaie nationale, GA en %)



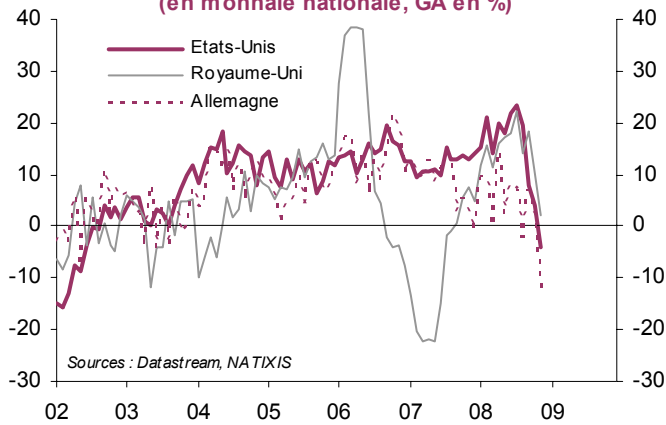
Graphique 20c
Importations en valeur (en \$, GA en %)



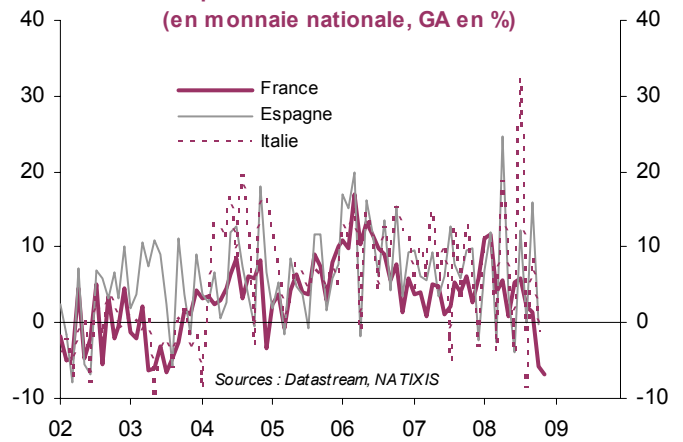
Graphique 20d
Importations en valeur (en \$, GA en %)



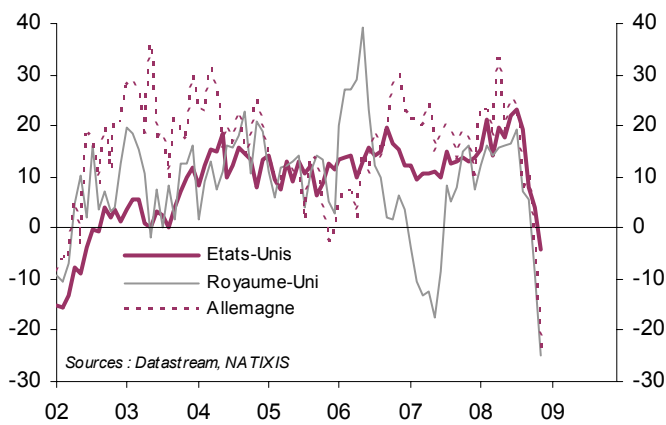
Graphique 21a
Exportations totales en valeur
(en monnaie nationale, GA en %)



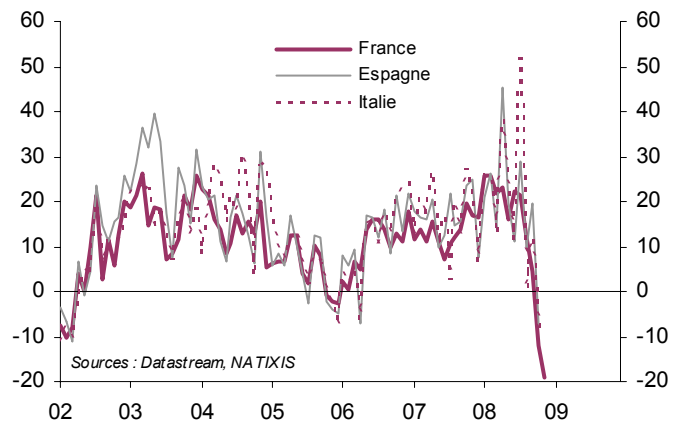
Graphique 21b
Exportations totales en valeur
(en monnaie nationale, GA en %)



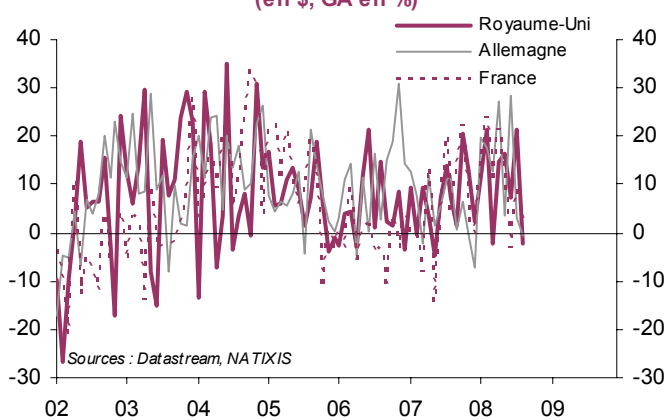
Graphique 21c
Exportations totales en valeur (en \$, GA en %)



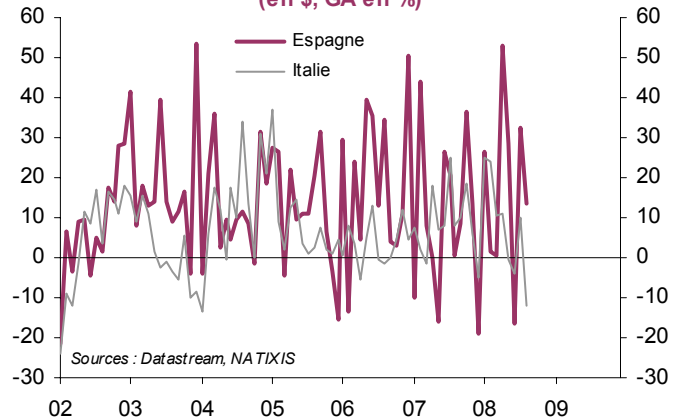
Graphique 21d
Exportations totales en valeur (en \$, GA en %)



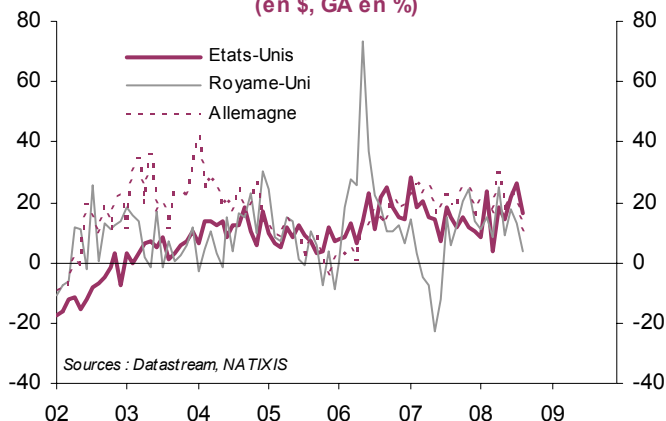
Graphique 22a
Exportations en valeur vers les Etats-Unis
(en \$, GA en %)



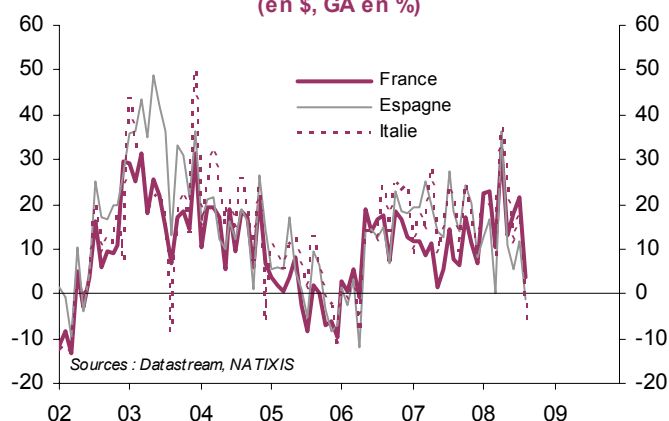
Graphique 22b
Exportations en valeur vers les Etats-Unis
(en \$, GA en %)



Graphique 23a
Exportations en valeur vers l'UE à 15
(en \$, GA en %)



Graphique 23b
Exportations en valeur vers l'UE à 15
(en \$, GA en %)



Synthèse : comprend-on l'homogénéité de la crise ?

Nous avons regardé les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie.

Les perspectives économiques (défavorables) pour 2009 sont assez homogènes dans ces six pays. Pourtant, la crise de l'endettement des ménages et de l'immobilier résidentiel est :

- très grave aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne ;
- moyennement grave en France et en Italie ;
- absente en Allemagne.

L'homogénéité de la crise malgré l'hétérogénéité du choc initial s'explique d'après nous par :

- la remontée de l'épargne des ménages (France, Allemagne) ;
- la remontée des marges d'intérêt sur les crédits bancaires (France, Allemagne) ;
- la chute des exportations (France, Allemagne, Italie).