

Vers la fin des crises actuelles

La crise économique est beaucoup plus ancienne que la crise financière. Dès l'Après-Guerre, les Etats-Unis ont compris que dans un monde à vocation de concurrence internationale, les Etats occidentaux ne pouvaient pas lutter contre la production industrielle de pays à bas salaires et dénués de protection sociale. Ils ont cru trouver la solution dans le développement des services, en acceptant un accord tacite avec certains pays émergents, selon lequel leur déficit commercial serait compensé par des achats de titres du Trésor U.S. L'échéance d'une rupture certaine a été retardée par le « miracle informatique » des années 1993-2000 qui a donné pendant quelques années aux U.S.A l'illusion qu'ils pourraient à terme, grâce à l'innovation, rééquilibrer leur balance commerciale. La crise financière a balayé cet espoir. Elle a fait exploser le système et rendu inévitable la remise en cause des structures économiques mondiales.

Aussi avant d'établir des pronostics concernant l'avenir économique, il nous faut, une fois de plus, analyser la crise financière, les solutions envisagées, les difficultés d'application et essayer de voir si les mesures qui devraient être en définitive appliquées sont suffisantes pour ramener la confiance, assurer la reprise et permettre d'éviter une nouvelle crise de même nature. Mais ensuite, ou conjointement, il faudra bien trouver des solutions pour résoudre la crise des déséquilibres commerciaux.

1) Analyse rapide de la crise financière.

Le système bancaire est fondamentalement biaisé puisqu'il prête des fonds qu'il a lui-même emprunté. Le « ratio Cook » avec un « Tier One » de 4 % est parfaitement suffisant tant que le public a confiance dans ses banques. Le porter à 9 % est excellent si le public est persuadé que la confiance est à ce prix, il est insuffisant dans le cas contraire. La règle « too big to fail » est, par contre, largement efficace... à condition de s'appliquer. Le soutien des deux GSEs et d'A.I.G a été très bénéfique, l'abandon de Lehman Brothers une catastrophe majeure.

Si l'on compare les grandes crises 1837, 1890, 1930 et la crise actuelle on s'aperçoit que dans tous ces cas il s'était créé, en dehors de la masse de fonds prêtés en contre-partie de biens réels, des opérations financières avec comme « couverture » des prêts, des dettes ou même des avances sur produits dérivés. Dans les années 20 on avait inventé des « trusts » à plusieurs étages permettant à des porteurs d'un petit nombre d'actions d'avoir le contrôle d'entreprises. Leur fortune apparente provenait d'un « corner boursier » réalisé à peu de frais, grâce à la détention de quelques actions de l'ultime société (la petite-fille ou même l'arrière-arrière –petite-fille) elle-même cotée. Dans la crise actuelle, il suffit de penser que la masse de produits dérivés hors cote était fin 2008, après une légère baisse, de 590 trillions de \$, soit 20 fois le Revenu Mondial, mais encore en hausse de plus de 10% par rapport à la fin 2007. Bien plus le montant des CDSs, leur forme la plus dangereuse, atteignait 60 billions de \$ et après un « netting » peut-être nécessaire, 32 billions seulement.

Il y a donc un effet de contraction d'activité, c'est à dire à de réduction brutale du MV d'Irving Fisher (M étant la masse monétaire et V la vitesse de rotation de la monnaie). On peut l'analyser soit comme une perte de confiance des banques à l'égard de leurs confrères (à la suite de la faillite de Lehman Brothers) entraînant chez les banquiers un désir de conserver une épargne liquide importante (ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie) soit une dévalorisation des produits dérivés et en particulier des CDSs provoquant une diminution sensible de la masse monétaire (si l'on inclut dans un M4 la part monétarisée des produits dérivés).

1) Les thèses en présence :

Dans les années 30 deux thèses se font jour. Celle des libéraux, exposée par Lionel Robbins (The great depression 1934) pour qui l'Etat ne doit pas intervenir, le marché s'épurera tout seul, la reprise aura lieu dès que « le marché sera assaini. Cette analyse ne tient pas compte des dégâts humains dus à la crise. A contrario John Maynard Keynes (General Theory 1936) tient compte du facteur humain et, acceptant d'intégrer le caractère « actif » de la monnaie, propose de combattre la diminution du MV par une augmentation de la masse monétaire au risque d'être à terme inflationniste. On pourrait penser qu'il existe à l'heure actuelle un consensus d'analyse de cette crise, mais en fait, chaque économiste a une solution et on s'est trouvé assez démuné le jour où la crise actuelle a commencé. Les deux thèses

ont réapparues. Robert Lucas, prix Nobel 1995, a défendu la première thèse. Il a été soutenu dans cette conception par les Républicains (même des libéraux comme John McCain), la presse et le public convaincus que le sauvetage de Bear Sterns entraînerait de nouveaux impôts. Le résultat a été la liquidation de Lehman et une aggravation considérable de la crise financière.

La thèse inverse a été défendue par des prix Nobel comme Robert Solow et Paul Krugman mais surtout par le Gouverneur de la Federal Reserve Ben Bernanke qui a incité les présidents Bush et Obama à prendre des mesures pour limiter les difficultés dues à cette résorption de MV.

3) Les solutions adoptées :

Elles sont de deux styles, la baisse du loyer de l'Argent et l'augmentation de la masse monétaire utile. Progressivement les taux ont été réduits. Les Etats-Unis les ont fait passer à 0-0,25% tandis que la Banque Centrale Européenne s'est limitée à 1 %, mais il semble que ces taux soient inférieurs à la limite de la « trappe » de liquidité et soient relativement peu efficaces. Malgré cela, certains membres de la Federal Reserve proposent cependant de rendre le taux de base négatif à hauteur de 5 % pour obliger le public à utiliser son épargne dans des placements à moyen ou long terme car une expérience similaire tentée en Suisse avait donné de bons résultats.

L'augmentation de la masse monétaire peut se faire de deux façons, soit par des déficits budgétaires soit en utilisant la « planche à billets ».

Pour faire face à la crise actuelle les deux méthodes ont été utilisées.

Dans le premier cas on mobilise l'épargne interne et, si possible, celle des étrangers par des appels de fonds créant des déficits très supérieurs à ceux que l'on a connus (13% en Amérique, près de 7 % en France de 3% en Allemagne). Pour réduire ces déficits on peut faire appel à l'impôt, mais les taux de prélèvement sont tels que cela pourrait aggraver, dans un moment difficile, l'impopularité des gouvernements.

L'augmentation de la masse monétaire peut également se faire par une création monétaire de la Banque Centrale, achetant soit des fonds d'états soit d'autres actifs. Ainsi le bilan de la Federal Reserve a augmenté de 120% en un an, celui de la Banque Centrale Européenne de 30% et, elle s'est refusée jusqu'à présent à acheter des fonds d'états, vu la difficulté de faire des choix entre les pays d'Europe, la Banque d'Angleterre a acheté 125 milliards de Livres de « Guilt » soit 15 % de la dette publique à long terme etc.

Ces politiques ont été menées sur une très large échelle dans la plupart des pays. Ainsi la Chine semble préparer un deuxième plan de relance après un premier de 500 milliards de \$, l'Angleterre a déjà fait un plan de 70 milliards de Livres, le Japon a lancé en Avril un deuxième plan portant sur 115 milliards d'euro, soit 2% de P.I.B. qui s'ajoute aux 3% déjà voté dans le premier plan etc.

La réunion du G20 en Septembre dernier a même décidé de réanimer les Droits de Tirage Spéciaux (S.D.Rs) émettant ceux-ci à hauteur de 250 Milliards de \$ dont 18% pour les pays émergents.

D'un point de vue qualitatif, il faut distinguer : - a) les apports faits aux banques pour faire face à leurs pertes et renforcer leurs fonds propres (Plan Troubled Assets Relief, Programme T.A.R.P aux USA, apport français de 22 milliards pour améliorer les ratios Cook des banques, nationalisations de Black Rock, de la Royal Bank of Scotland, R.B.Set du Lloyds Banking Group en Grande-Bretagne, de Hypo Real Estate en Allemagne, de Fortis au Benelux, etc)

- b) les aides aux banques pour éponger leurs actifs toxiques (plan Term Asset-Backed Facility T.A.L.F aux USA, bad banks allemandes etc)

- c) les aides à l'industrie (General Motors par exemple.)

4) L'état actuel

Il est marqué par un certain retour de la confiance, peut-être exagéré mais qui s'accompagne de mesures pour le moins critiquables.

a) Aux U.S.A., la confiance revient. Les « Stress Tests » ont montré qu'en partant de certaines hypothèses assez logiques il y avait une limite aux risques bancaires. L'abondance d'Argent sur les marchés a permis à la plupart des banques de faire face à leurs difficultés et même pour certaines d'entre elles de rembourser par anticipation leurs emprunts T.A.R.P. Les Hedge Funds retrouvent des

fonds passant de 1.200 milliards à 1.430 en Juin 2009 (certes assez loin encore des 1.900\$ de 2008). L'immobilier U.S. se stabilise à peu près.

La reprise se développe en Asie. Quant à l'Europe, on sent des frémissements en Angleterre et même en Allemagne où l'indice de confiance s'améliore depuis deux mois profitant au maximum des mesures non conventionnelles de la B.C.E. (60 milliards d'Euro), mesure que son Ministre des Finances critique régulièrement.

b) Mais ce retournement de l'opinion fait un peu peur, car il y a des échéances un peu inquiétantes. Aux Etats Unis, le problème des contrats sur actifs commerciaux C.M.B.Ss fait planer une menace sur l'économie. En outre les débits sur cartes de Crédit (10% de non paiements pour la Citibank par exemple) font planer une menace pour l'avenir car le montant des « défauts » a tendance à croître avec le développement du chômage qui, pour le moment, ne se ralentit pas.

En France les échéances de Leverage Buy Out, L.B.Os, sont une épée de Damoclès sur notre économie. On estime à 60Milliards d'Euro le montant des dettes de L.B.O.s et on évalue la perte à 28 milliards. (l'Afic évalue la perte possible à seulement 20%)

c) Un certain nombre de décisions dont l'origine remonte à l'Avant-Crise sont une menace pour l'avenir. Le développement de plates-formes informatiques M.T.F.s, encouragé par la directive M.I.F, a pour effet de multiplier les marchés et de réduire les ordres qui peuvent venir sur les marchés réglementés, obligeant même ceux-ci à créer des plates-formes en concurrence avec leur principale activité. En outre se créent de nouvelles entités, les « black boxes », qui pratiquent l'anonymat des transactions en contradiction avec les principes de transparence évoqués par les Politiques de tous les partis.

En outre, on donne aux banques le droit d'internationaliser leurs ordres et en même temps d'en faire la contrepartie ce qui va avoir un effet important sur la liquidité des marchés alors que l'on voudrait la développer.

Sous le prétexte de « défense de la liquidité » on dévitalise les marchés organisés au profit d'une spéculation, celle des « fast trades » qui représentent maintenant entre 50 et 70 % de l'activité des marchés. Jusqu'à présent cette activité était aidée en Angleterre par des taux de courtage réduits. Ceux-ci sont actuellement remis en cause. Cette activité est pratiquée par des grandes banques qui désirent pouvoir répondre rapidement aux désirs de leur clientèle mais également par des maisons secondaires qui utilisent cette technique pour faire du « scalping » c'est à dire qu'elles essaient de deviner par des ordres « flash » quels sont les ordres importants des institutionnels, et passent alors des ordres si rapides qu'ils précèdent les achats repérés et revendent les titres ainsi achetés plus chers aux donneurs d'ordres sérieux. Les ordres « flash » sont des ordres fictifs passés sur les marchés pour tester la tendance et annulés dès que l'opérateur se rend compte qu'il pourrait trouver une contrepartie. Le Sénateur Démocrate Schumer a d'ailleurs demandé l'interdiction des ordres « flash ». Enfin se développe un très important marché de produits spéculatifs traité exclusivement O.T.C, celui des C.F.Ds lancé en France par IGMmarket et Saxo Banque et développé par Bourse Direct, Fortuneo et Cortal Consors. Ces produits, portant sur des indices, des matières premières, des valeurs mobilières et des devises, permettent à des apporteurs de faire des opérations avec un effet de levier qui peut atteindre un multiple très élevé de la somme employée.

5) Les solutions envisagées :

Elles portent sur des mesures prises par les opérateurs de marché et sur des projets politiques qui se heurtent à des intérêts privés défendus par des Lobbies.

a) Pour faciliter la gestion des Dérives de Crédit, les Autorités de Marché cherchent à obtenir que les produits dérivés soient standardisés et passent par une chambre de compensation. Il s'en crée plusieurs autour de la D.T.C.C américaine, du Chicago Mercantile Exchange, (C.M.E.) et en Europe de LCH.Clearnet et d'Eurex.. Cela devrait permettre de réduire les coûts et surtout protéger les opérateurs contre le « risque de contrepartie »

Un autre problème, moins important économiquement, a provoqué une réaction psychologique extrêmement forte, l'existence de salaires anormaux surtout dans les banques qui avaient besoin de l'aide de l'Etat. L'argument utilisé par ces sociétés était la peur de « distorsions sociales ».

L'Angleterre propose de résoudre ce nœud gordien en imposant à 50 % les revenus au delà d'un certain montant.

b) Les autres réformes sont plus difficiles à réussir.

Ainsi en Europe, le rapport La Rosière devrait permettre de structurer les contrôles du secteur bancaire en confiant sa gestion à la B.C.E à l'instar du système français de « Commission bancaire » qui s'est révélé très performant. Par ailleurs l'Europe s'efforce d'améliorer la responsabilisation des intermédiaires et la transparence des opérations. Elle propose d'obliger les banques pratiquant des opérations de titrisation de conserver 5 % du montant en garantie de bonne fin et voudrait que les fonds ne puissent se commercialiser en Europe que s'ils y ont leur siège. Ces mesures se heurtent à une forte opposition anglaise qui voit en elles des contraintes insupportables.

Aux Etats-Unis le Président Obama essaie de faire passer un certain nombre de réformes :

- Modification de la structure des Organismes de contrôle (Disparition du « Comptroller of the Currency » création d'une Commission pour protéger l'actionnariat privé
- Renforcement des pouvoirs de la Fed , etc),
- Contrôle des organismes non-bancaires faisant des opérations financières,
- Enregistrement des Hedge Funds etc.

De même Gary Gensler Président de la C.F.T.C, veut limiter les excès de spéculation sur les marchés de matières premières et en particulier le gaz naturel et le pétrole en empêchant des opérateurs de détenir un pourcentage trop important de leurs produits dérivés. Mais toutes ces mesures se heurtent à l'opposition d'une coalition de Républicains et de Démocrates de Droite

Conclusion

Au total on peut dire que la crise financière a considérablement aggravé la crise économique, mais on peut penser qu'elle est en voie de résorption. Cependant sans aller jusqu'à l'analyse de Paul Krugman qui a vu dans cette crise le moyen de corriger le système capitaliste, on peut quand même craindre que les mesures envisagées ne soient ni suffisantes, ni réalisables devant l'importance des oppositions rencontrées.

Mais même si on a une vue optimiste de la crise financière, on ne peut pas dire que la crise économique qui est structurelle soit facile à résoudre. Dans une optique théorique on peut concevoir qu'une amélioration des conditions de vie en pays émergent permette des rééquilibres de balances des comptes mais dans la pratique cela ne peut se faire qu'à assez long terme. Aussi la solution, si critiquable soit-elle, réside dans un retour au protectionnisme. Cette évolution a même déjà commencé. Un mois après le G20 qui condamnait les restrictions à l'importation, la World Bank décelait que 17 membres avaient adopté 47 mesures de restriction des échanges.

La Chine elle-même, malgré une balance des comptes très bénéficiaire, a renforcé ses contrôles sur les produits alimentaires, interdisant en particulier le porc irlandais. Chinois et Américains développent une politique « buy Chinese » et « buy American ». Peut-être devrait-on revenir à l'idée défendue par Keynes à la conférence de Bretton Woods selon laquelle il faut autant pénaliser les pays à balance commerciale positive que ceux qui sont déficitaires, car le protectionnisme porte en lui un danger d'inflation beaucoup plus proche que celui que l'on s'évertue à lier à une augmentation de la masse monétaire dont on ne peut pas dire (avec Krugman) qu'elle soit suffisante. De nouveaux G 20 sont utiles s'ils aident vraiment à résoudre les 2 crises actuelles.

Jean-Jacques Perquel

Paris le 4 Août 2009