

L'impact macroéconomique des crises bancaires

Les banques sont au cœur du financement des économies et lorsque leur situation financière ne leur permet plus d'assurer cette mission, la distribution du crédit est compromise. Dans le passé, et si on prend en compte l'ensemble des pays (y compris émergents), les crises ont duré, en moyenne, entre trois et quatre ans. Elles ont entraîné, sur la même période, une charge pour les finances publiques représentant 13 % du PIB et une baisse cumulée du PIB de près de 20 %.

Il convient d'ailleurs de noter la différence entre ces deux effets, puisque l'impact de la crise sur le PIB est une perte de richesse pour la Nation, alors que l'aggravation du déficit budgétaire pose des problèmes de répartition, entre les agents économiques, de la charge de son financement ultérieur, sous forme de hausses d'impôts ou d'accroissement de l'endettement (c'est-à-dire de report sur les générations ultérieures).

Dans tous les pays, des leçons ont été tirées de ces périodes de crise financière. On sait aujourd'hui qu'il faut agir rapidement, et dans cet ordre : recapitaliser le système bancaire, rétablir des conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie et soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées.

1| UN SYSTÈME BANCAIRE EN BONNE SANTÉ EST NÉCESSAIRE AU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Le développement économique passe par la réalisation d'investissements productifs et la couverture d'un besoin en fonds de roulement lié à la constitution de stocks et à la longueur du processus de production. Le financement des activités productives, *via* les crédits aux entreprises ou à la consommation, est donc crucial. Il peut s'effectuer par deux canaux : soit au travers des marchés financiers par des émissions de titres, soit par l'intermédiation bancaire. Dans les économies modernes, ces deux canaux sont complémentaires. Mais le rôle des banques est évidemment central, en particulier en zone euro.

Un système bancaire en crise ne peut assumer correctement son activité d'intermédiation ; il y a arrêt des financements nouveaux et non-renouvellement des crédits arrivant à maturité, ce que l'on appelle un *credit crunch*. Deux mécanismes peuvent jouer :

- **Pinsuffisance de fonds propres des banques.** Les règles prudentielles proportionnent à leurs fonds propres les risques que peuvent prendre les banques. En période de retournement économique et financier, des pertes peuvent apparaître qui réduisent le capital des banques ; cet effet peut être amplifié par des règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées en prix de marché. Parallèlement, les risques, souvent mesurés par référence à des notations d'agences régulièrement abaissées en période de crise, augmentent et requièrent davantage de fonds propres ;
- **Pinsuffisance de liquidité.** Lorsque les marchés ne fonctionnent plus et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se refinancer, elles cessent de distribuer du crédit.

2 | LE COÛT DES CRISES BANCAIRES

Toutes les crises bancaires sont différentes, même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Très généralement, elles font suite à une période de forte expansion du crédit et de forte hausse de la valeur des actifs boursiers et/ou immobiliers dans un mécanisme largement autoentretenu puisque l'augmentation de la valeur des actifs utilisés pour garantir les prêts permet de nouveaux prêts, même si la justification économique intrinsèque de ces derniers n'est pas avérée. Tout choc externe qui fragilise la valeur de ces actifs met alors en évidence la mauvaise qualité des prêts et la crise éclate. Les pertes réduisent les fonds propres des banques, les établissements les plus engagés deviennent insolvables et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

Le calcul du coût économique d'une crise est difficile. Idéalement, il faudrait pouvoir comparer la croissance effective avec ce qu'elle aurait été en l'absence de crise bancaire. On doit donc faire des estimations conventionnelles qui donnent des ordres de grandeur. Le tableau ci-dessous, qui ne concerne que les pays développés, est extrait d'un document de travail du FMI analysant notamment les incidences sur la croissance des crises bancaires intervenues dans le monde de 1970 à 2007.

Pays de l'OCDE	Date de la crise bancaire d'ampleur systémique (début)	Part maximale des créances douteuses (% du total des crédits)	Coût budgétaire brut (% du PIB)	Perte de croissance (% du PIB)	Taux de croissance minimal du PIB au cours de la crise (%)
Espagne	1977		5,6		0,2
Norvège	1991	16,4	2,7		2,8
Finlande	1991	13	12,8	59,1	-6,2
Suède	1991	13	3,6	30,6	-1,2
Japon	1997	35	14	17,6	-2,0
États-Unis (crise des <i>savings & loans</i>)	1988	4,1	3,7	4,1	-0,2

Source : Laeven et Valencia (2008)

L'ampleur variable des crises traduit des circonstances particulières à leur apparition mais elle résulte aussi des réponses apportées par les autorités publiques tant en termes de gestion de la crise bancaire que de politique macroéconomique.

L'expérience des précédentes crises bancaires indique donc que la nature, la rapidité et le séquençage des mesures prises par les pouvoirs publics ont des effets déterminants sur l'ampleur et le coût de la crise. La restauration d'un système bancaire en bonne santé, c'est-à-dire avec des fonds propres et une rentabilité d'un niveau suffisant est un préalable à toute relance efficace de l'activité par les mesures de politique macroéconomique habituelles comme les divers types de relance budgétaire ou la baisse des taux d'intérêt.

Encadré 2 Quel sera l'impact de la crise actuelle sur la croissance à long terme ?

L'exemple des crises financières passées montre qu'il existe un risque important de voir dans les économies avancées les perspectives de croissance réduites par la crise actuelle. Dans une approche comptable des sources de la croissance, celle-ci est déterminée in fine par l'évolution des facteurs de production (capital et travail) et l'efficacité de la combinaison de ces facteurs (mesurée par la productivité globale des facteurs – PGF). Or toutes ces composantes pourraient être affectées par la crise, à des degrés divers selon l'horizon considéré.

Canaux et horizons de transmission de la crise à la croissance potentielle

Facteur de production \ Horizon	Court terme	Moyen terme	Long terme
Capital	Dépréciation accrue Cycle de l'investissement Contraintes financières	Hausse du coût du capital	
Travail		Hystérèse *	
Productivité globale des facteurs	Vieillessement du capital		Réallocation sectorielle R&D

* voir glossaire

Les mécanismes de transmission

Le stock de capital pourrait être rapidement et durablement touché

En effet, la crise peut conduire à une baisse durable du capital productif, sous l'effet notamment de la baisse de l'investissement — si le phénomène concerne surtout les très petites entreprises (TPE), il porte depuis quelques mois davantage qu'auparavant sur les PME — et de l'arrêt définitif de chaînes de production inutilisées. Si la reprise de l'investissement est faible lors de la sortie de crise, l'impact sur le niveau du stock de capital pourrait être durable.

Le niveau d'emploi potentiel pourrait baisser transitoirement à moyen terme

La forte hausse du chômage et la réduction permanente de l'activité dans certains secteurs peuvent conduire au maintien prolongé du chômage, à un niveau élevé, indépendamment de l'évolution de la conjoncture : l'emploi dans les secteurs durablement affectés par la crise peut ne pas se redéployer vers des secteurs plus dynamiques. La hausse du chômage structurel pourrait alors également conduire à un fléchissement du taux d'activité, certains inactifs étant dissuadés d'entrer sur le marché du travail.

La crise pourrait avoir des effets progressifs et durables sur l'efficacité du capital et du travail

À court terme, la PGF peut être affectée par le vieillissement du capital provoqué par la chute de l'investissement. Toutefois, l'essentiel de l'impact de la crise sur la PGF devrait apparaître progressivement du fait d'une chute des dépenses de recherche et développement (R&D). En effet, en période de crise, si les entreprises subissent des contraintes financières, elles peuvent être amenées à restreindre leurs dépenses de R&D.

Les réallocations sectorielles de l'activité consécutives à toute crise de grande envergure peuvent aussi conduire à une baisse du niveau, voire de la croissance de la PGF si certains secteurs très productifs réduisent durablement leur activité.

Les scénarios possibles

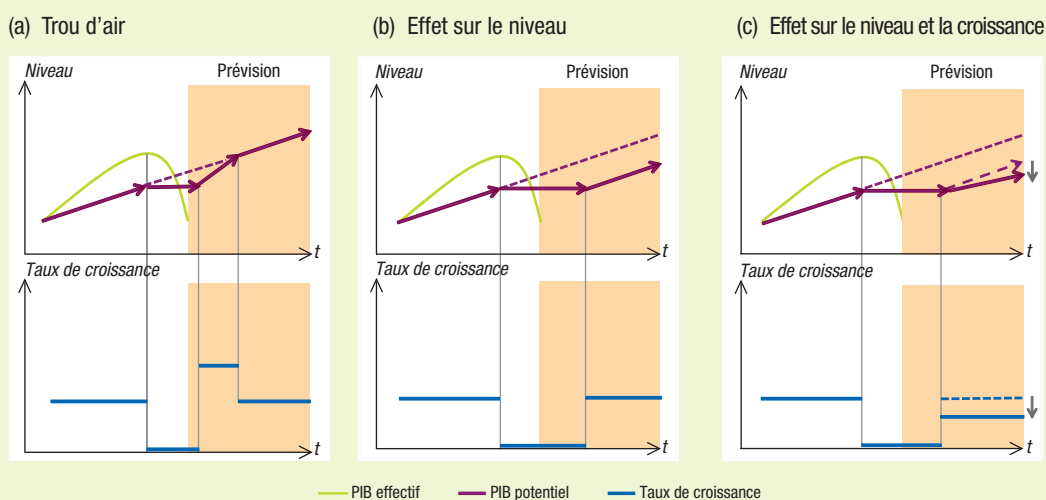
L'étude des canaux de transmission de la crise au PIB potentiel indique qu'il est possible d'envisager des effets à la fois sur son niveau et sur sa croissance à plus ou moins longue échéance, conduisant à des conséquences plus ou moins durables.

.../...

Trois scénarios peuvent ainsi être évoqués (cf. schémas ci-dessous) :

- (a) un scénario « trou d'air », dans lequel le PIB potentiel et sa croissance ne sont pas durablement affectés par la crise et peuvent être rapidement restaurés ;
- (b) un scénario dans lequel le niveau du PIB potentiel est durablement affecté par la crise, car sa croissance ne retrouve que progressivement son niveau d'avant-crise ;
- (c) un scénario dans lequel le PIB potentiel et sa croissance sont affectés à long terme.

Schémas récapitulatifs des trois scénarios d'évolution du niveau et de la croissance du PIB potentiel



Le scénario le plus crédible

Étant donnée la fragilité de la mesure du PIB potentiel en temps réel, l'analyse de l'impact de la crise sur la croissance potentielle n'est robuste qu'ex post. Ainsi, les trois scénarios envisagés supra restent à ce stade tous possibles. Toutefois, les considérations suivantes conduisent à privilégier un effet « sur le niveau » du PIB potentiel (scénario b) dans les économies avancées, sans néanmoins écarter un effet possible sur le taux de croissance du PIB potentiel (scénario c).

La littérature économique récente a très largement documenté les crises financières passées. Elle montre que les crises financières conduisent effectivement à des effets de niveau (conduisant à des pertes de PIB potentiel, de 4 % en moyenne pour les crises les plus sévères).

Un effet relativement prolongé de la crise sur le niveau et la croissance du PIB potentiel est probable en raison notamment de la procyclicité effectivement observée des dépenses de R&D, notamment quand les entreprises subissent des contraintes de financement, ce qui est le cas dans la crise actuelle. De plus, une crise d'envergure mondiale risque d'accroître les conséquences de ces contraintes. En effet, un pays isolément atteint par la crise peut éventuellement bénéficier ensuite des innovations qui se seront poursuivies dans les autres pays (qui eux n'auront pas baissé leurs dépenses de R&D). À l'inverse, quand de nombreux pays réduisent simultanément leurs dépenses de R&D, le risque de perte pérenne de PIB potentiel est très fort.

L'importance et la rapidité de mise en œuvre des mesures de soutien à la croissance et au système financier dans les différents pays devraient limiter le risque de dérèglement des comportements économiques, notamment du système financier, qui pourraient affecter de façon permanente la croissance potentielle (scénario c).

3 | LE RISQUE DE DÉFLATION

La baisse rapide de l'inflation, dans un contexte de crise financière et de très fort ralentissement économique, conduit à évoquer le risque de déflation, situation où la baisse des prix est associée à une crise économique à la fois sévère et longue. Mais toute baisse de prix n'est pas synonyme de déflation ; il faut en fait distinguer les situations de déflation de celles, plus positives, de désinflation.

311 Définitions

L'inflation est une hausse continue et durable du niveau général des prix. Ce n'est pas un choc instantané, une hausse limitée à certains biens. C'est un processus permanent et général. L'inflation est alimentée par des anticipations : c'est parce que les salariés et les entreprises anticipent que les prix vont monter qu'ils ajustent eux-mêmes à la hausse leurs prix et leurs salaires.

Symétriquement, la déflation est un processus permanent et général de baisse des prix. Il n'y a pas déflation si seulement certains prix baissent. Par exemple les prix des ordinateurs portables ou produits électroniques de haute fidélité peuvent baisser sous l'effet du progrès technique. Mais ce n'est pas une déflation.

La désinflation est un ralentissement de l'inflation ou une baisse ponctuelle du niveau général des prix. Par exemple, si on passe de + 3 % par an à + 1 % par an, il y a désinflation. Si, par contre, on passe à une variation des prix négative de - 1 % par an et que cette baisse est anticipée comme durable, alors il y a déflation.

312 Comment et quand se forme une spirale déflationniste ?

La désinflation est une bonne chose car elle augmente le pouvoir d'achat des ménages. En revanche, la déflation est à terme dangereuse car elle déclenche des spirales qui peuvent provoquer ou accentuer une récession et dont il est très difficile de sortir. Trois mécanismes sont à l'œuvre dans une spirale déflationniste :

- Anticipant une baisse continue des prix, les ménages sont incités à reporter leurs achats de biens durables, contribuant ainsi à réduire la demande agrégée adressée aux entreprises. En retour, anticipant une réduction de leurs débouchés et une baisse de leurs profits, les entreprises sont tentées de diminuer leur production et de réduire leur demande de travail, contribuant ainsi à l'augmentation du chômage, à la baisse des salaires et à celle du revenu disponible des ménages.
- La déflation augmentant mécaniquement le coût réel de la dette¹, généralement non indexé sur l'évolution des prix, cette hausse du coût de la dette dégrade la situation des emprunteurs, notamment les entreprises. Cela peut les conduire à réduire leurs investissements. De même, l'alourdissement de la dette des ménages peut les conduire à augmenter leur épargne, ce qui accélère, par un mécanisme autoentretenu, la baisse de la demande agrégée.
- Enfin, la déflation peut paralyser la politique monétaire car il est impossible de baisser les taux d'intérêt en dessous de zéro. Mais, même à ce niveau, si les prix diminuent, cela signifie que les taux d'intérêt réels supportés par l'économie sont fortement positifs, alors même que la situation (fort ralentissement de la croissance ou récession) justifierait au contraire des taux d'intérêt réels négatifs.

¹ Phénomène de « déflation par la dette » mis en évidence par I. Fisher pendant la crise de 1929

Les canaux de transmission de la crise à l'économie réelle

Initialement circonscrite aux marchés financiers, la crise s'est diffusée rapidement et fortement à l'économie dite réelle. La distinction classique entre économie réelle et financière est avant tout d'usage pratique : l'économie réelle désignant davantage une fin (les échanges marchands, la consommation, l'emploi...) et la sphère financière regroupant les moyens servant au financement de l'économie (le crédit, les actions, les obligations).

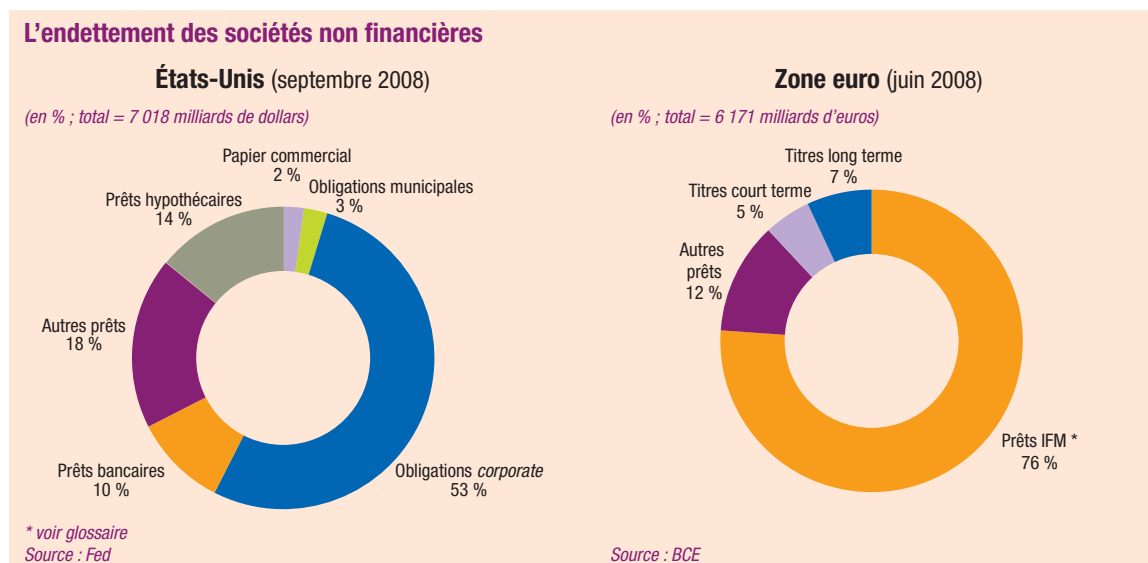
Deux canaux principaux ont été à l'origine de la contagion :

- la réduction du financement du secteur privé ;
- l'impact négatif des effets de richesse sur la consommation et l'emploi, moteurs de croissance.

1| LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE PAR LE CRÉDIT ET LES MARCHÉS

Les entreprises financières et non financières ont traditionnellement recours à deux sources de financement :

- le financement bancaire : source la plus utilisée en Europe et notamment en zone euro ;



- le financement par les marchés : davantage utilisé aux États-Unis ; les sociétés non financières (SNF) et les banques émettent des titres sur les marchés, à différentes maturités en fonction de leurs besoins (besoins de trésorerie à court terme, besoins de financement d'investissements structurels).

Durant l'été 2008, ces deux sources de financement se sont taries : les marchés se sont brutalement bloqués, les investisseurs refusant d'acquérir des titres pourtant sûrs, les banques refusant de se prêter les unes aux autres sur le marché interbancaire par crainte du risque de contrepartie et durcissant leur conditions d'octroi de prêts vis-à-vis des ménages et des entreprises.

111 Le cycle de crédit en France

Ralentissement de la croissance des crédits aux sociétés non financières depuis l'été 2008

La dégradation de l'environnement économique s'est notamment traduite par une forte limitation des investissements et des opérations de fusion-acquisition des SNF. Dans le même temps, un ralentissement du taux de croissance des encours de crédit a été noté, ce taux tombant à 0,4 % en août 2009.

Toutefois, les banques ont répercuté dans leurs conditions les baisses des taux de marché, notamment pour les crédits de montant important (supérieur à 1 million d'euros). En outre, l'enquête réalisée par la Banque de France sur la distribution du crédit indique que, **depuis le début de 2009, le resserrement des critères d'octroi des banques s'est progressivement atténué, notamment pour les grandes entreprises**, tandis que le recul de la demande de crédits des entreprises se tempérait quelque peu.

Quoi qu'il en soit, depuis le dernier trimestre 2008, le moindre recours des SNF au financement bancaire a été partiellement compensé par le rebond des émissions de titres à moyen et long termes des grandes entreprises qu'a favorisé la normalisation progressive des conditions de financement sur les marchés.

Meilleure orientation des crédits aux ménages au second semestre 2009

L'année 2008 a été marquée par le **fléchissement continu du taux de croissance annuel des crédits à l'habitat** résultant de la conjonction de plusieurs facteurs : retournement du marché de l'immobilier (forte diminution des volumes de transactions, amorce de baisse des prix), ralentissement de l'activité économique (dégradation des perspectives macroéconomiques, remontée du chômage) et, du côté des banques, resserrement des conditions d'octroi des crédits.

La baisse du taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est poursuivie jusqu'à l'été 2009 (+ 3,8 % à fin août). Depuis le deuxième trimestre, les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit de la Banque de France font état d'une légère reprise de la demande des ménages (soutenue par l'amélioration des perspectives économiques et la concrétisation de projets immobiliers différés en 2008) et de l'assouplissement des conditions d'offre (léger desserrement des critères d'octroi, répercussion des taux de marché sur les taux de crédits à l'habitat). De même, les flux mensuels de crédits nouveaux à l'habitat, atones en début d'année, semblent montrer des signes de reprise.

112 Le financement à court terme : le marché des billets de trésorerie

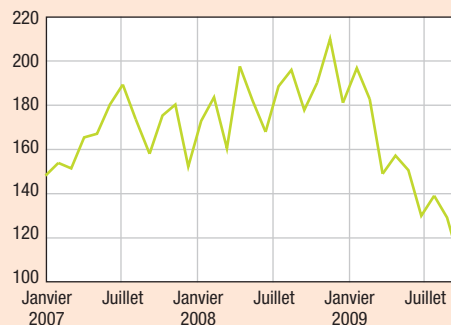
Le financement des entreprises européennes par les marchés financiers (marchés obligataire et monétaire) reste marginal et représente moins de 15 % de l'endettement des SNF, le reste étant apporté par les établissements bancaires. C'est la proportion inverse aux États-Unis dont les entreprises ont eu largement recours au marché monétaire par l'intermédiaire de l'« *US commercial paper* – USCP », titres de créance à moins d'un an, à l'identique d'instruments comme le billet de trésorerie (BT) français² ou l'*Euro commercial paper* (ECP), marché basé à Londres. Si la proportion du financement par les marchés diverge de part et d'autre de l'Atlantique, il n'en demeure pas moins qu'on a observé dans les deux cas une diminution très notable du recours à ce type de financement par les entreprises. Ainsi, aux États-Unis, si le financement du secteur non financier a pu représenter un encours de « *commercial paper* » de plus de 200 milliards de dollars avant la crise, ce chiffre est tombé en septembre 2009 à un peu plus de 108 milliards de dollars. Sur le marché de l'ECP, le secteur non financier a relativement mieux résisté jusqu'à l'été 2008, mais a enregistré une baisse progressive depuis le début 2009, l'encours passant de près de 200 milliards de dollars à 148 milliards en septembre 2009. En France, l'encours total est passé d'un niveau maximum de 65 milliards en juin 2007 à 60 milliards fin 2008 et à 42 milliards en septembre 2009.

En tout état de cause, l'accès à ces marchés est relativement sélectif, la notation jouant un rôle important dans les conditions financières faites aux émetteurs de ce type de papier. En France par exemple, les PME n'ont pas d'activité sur ce marché, l'accès étant réservé aux sociétés qui ont le statut de société par actions et le montant minimal d'émission d'un BT étant fixé à 150 000 euros. On compte environ soixante-dix émetteurs actifs sur ce marché avec, parmi les dix premiers, des acteurs de la sphère publique tels que l'Acoss, l'Unedic, la Cades, EDF, et des grandes entreprises, françaises comme Axa, Danone, Carrefour, LVMH, mais également non résidentes comme General Electric, Arcelor Mittal, Volkswagen.

2 La Banque de France veille au respect des conditions d'émission par les émetteurs, peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui manque au respect des dispositions en vigueur, procède régulièrement à des publications statistiques sur les émetteurs de titres de créances négociables et met en ligne sur son site internet les dossiers de présentation financière. Les émetteurs rendent compte à la Banque de France des opérations de rachat de leurs titres et l'informent de tous remboursements anticipés.

États-Unis : Encours USCP secteur non financier

(en milliards de dollars)

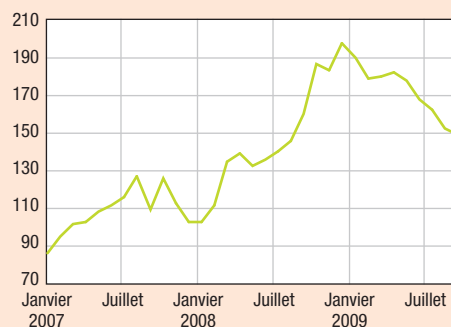


Source : Federal Reserve

Marché ECP secteur non financier

ECP ECD *corporate* + gouvernements

(en milliards d'euros)

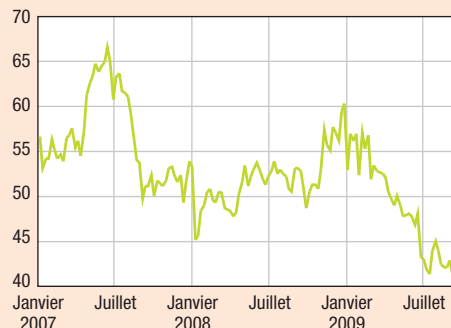


Source : Dealogic

France : Encours BT toutes devises

Émetteurs résidents et non résidents

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

113 Le financement à moyen et long termes : les marchés obligataires

Pour assurer leur financement à long terme, les entreprises, qui émettent des obligations à différentes maturités, se sont davantage financées sur les marchés de dette dès la fin de l'année 2008. On a alors observé une forte croissance des émissions obligataires par les entités non financières, mais aussi une sélectivité accrue et un renchérissement des coûts de financement en France et en zone euro.

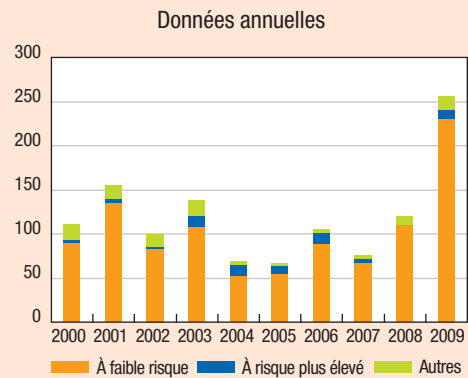
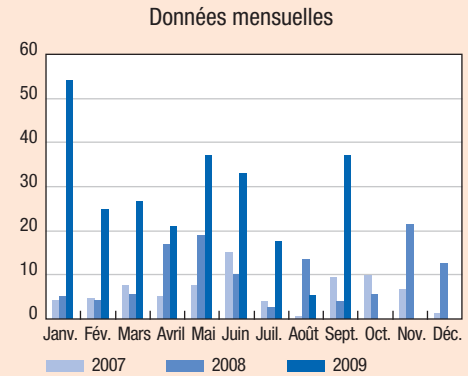
Depuis le début de l'année 2009, les conditions de financement s'améliorent et les entreprises ont retrouvé des volumes et un rythme d'émission plus traditionnels.

Le marché obligataire européen s'est caractérisé par plusieurs tendances :

- le début de l'année 2009 a été marqué par un volume d'émission exceptionnel, et s'est stabilisé depuis ;
- la maturité moyenne des émissions obligataires s'est rallongée au fil des mois, signe d'un retour des investisseurs de long terme sur les marchés ;
- les *spreads* des obligations des entreprises se sont resserrés au cours des derniers mois, diminuant d'autant le coût de financement. Ce resserrement a permis une inversion de la hiérarchie des primes de risque vis-à-vis du secteur bancaire non garanti (prime de risque des émissions des entreprises industrielles inférieure à celle des obligations du secteur bancaire pour la même maturité), y compris sur le long terme.

Émissions obligataires des entreprises non financières en zone euro

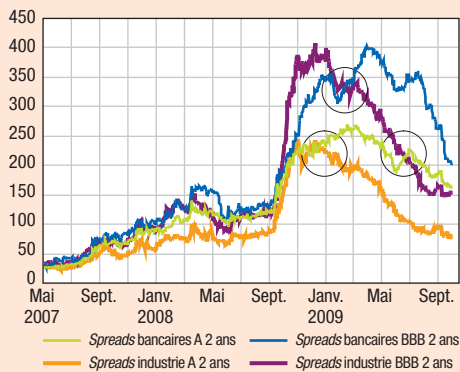
(en milliards d'euros, à fin septembre 2009)



Source : Dealogic

Comparaison de *spreads* de corporates A et BBB contre dette souveraine 2 ans

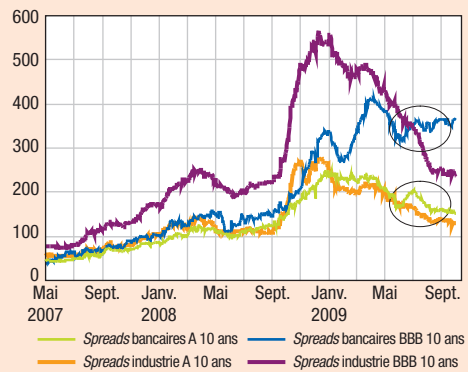
(en points de base)



Source : Bloomberg

Comparaison de *spreads* de corporates A et BBB contre dette souveraine 10 ans

(en points de base)



Source : Bloomberg

2 | LA DÉGRADATION DES PATRIMOINES FINANCIER ET IMMOBILIER DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Le secteur privé a également vu sa situation financière se dégrader du point de vue de ses avoirs financiers et immobiliers capitalisés dans le passé. Entreprises non financières et ménages ont été impactés par la baisse brutale et significative du prix des actions et de l'immobilier.

De la fin 2007 au deuxième trimestre 2009, les entreprises non financières hors exploitations agricoles ont enregistré aux États-Unis un recul global de 17 % de leurs actifs nets, dû essentiellement à une chute de la valeur de leurs biens immobiliers ainsi que, dans une moindre mesure, de leurs actifs financiers. En France et en Allemagne, l'actif financier net des entreprises s'était dégradé de la mi-2006 à la mi-2007 du fait d'une appréciation de leur actif moindre que celle de leur passif.

En ce qui concerne les ménages américains, de la fin 2007 au premier trimestre 2009, la valeur nette de leur patrimoine a fondu d'environ 20 % ; en pourcentage du revenu disponible, ce repli est supérieur à la richesse accumulée pendant les cinq années précédentes. Toutefois cette valeur nette a légèrement progressé au deuxième trimestre 2009 (+ 4 %). Dans la zone euro, les évolutions ont été très diverses selon les pays, du fait de différences dans la composition du portefeuille. Par ailleurs, l'actif immobilier des ménages français a davantage diminué que celui de leurs homologues allemands du fait d'évolutions très différentes du prix de l'immobilier : les prix ont baissé de plus de 10 % depuis leur point haut alors qu'ils sont restés quasiment stables en Allemagne.

Cette réduction des patrimoines financier et immobilier des agents privés non financiers peut avoir un impact sur la croissance par trois principaux mécanismes.

Premièrement, quand les ménages jugent durable une baisse de leur richesse et la considèrent comme une baisse de leur revenu permanent, ils ont plus de difficultés à atteindre leur objectif de patrimoine et sont encouragés à épargner pour cela. Cet impact est plus important dans les pays où le financement de l'économie repose principalement sur le marché (États-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas...), car une fraction plus importante du patrimoine des ménages est investie en actions, dont la valeur fluctue davantage que celle des autres placements financiers. Il est en revanche moins significatif dans les pays où le financement repose sur le système bancaire (Allemagne, France, Italie...). Il est aussi plus faible pour le patrimoine immobilier car la baisse du prix de l'immobilier, si elle est défavorable aux propriétaires, bénéficie à ceux qui sont locataires ou cherchent à acquérir un bien immobilier. Selon des estimations de la Banque de France³, une baisse considérée comme permanente d'un euro de la richesse totale des ménages aboutit à une baisse d'un à trois centimes de la consommation annuelle. Cet effet est donc statistiquement significatif mais économiquement faible, d'autant que les analyses montrent qu'une grande partie des évolutions du prix des actifs n'est pas jugée permanente.

Deuxièmement, la baisse du prix des actifs augmente le coût du capital, c'est-à-dire la rémunération servie aux apporteurs de fonds propres (en particulier, il est plus difficile d'émettre des actions lorsque le marché est déprimé, les investisseurs financiers exigeant alors des dividendes plus élevés

³ Chauvin (V.) et Damette (O.) (2009) : "Wealth effects: the French case" mimeo présenté au congrès annuel de l'AFSE 2009

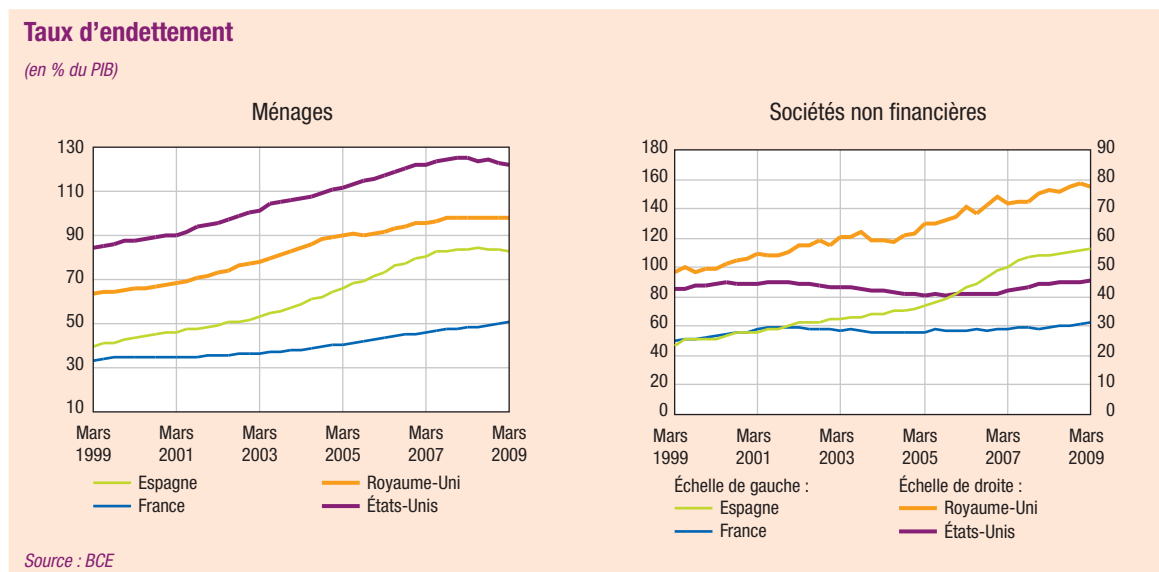
de la part des entreprises émettrices d'actions, car ils n'escomptent plus de gain en capital sur leur portefeuille d'actions). Cela a un impact sur l'investissement des entreprises du secteur productif.

Troisièmement, la baisse des prix peut peser sur la distribution des crédits de deux façons. D'une part, les banques sont, même en période « normale », en situation d'information imparfaite (« asymétrique ») vis-à-vis des emprunteurs (elles ne connaissent pas en détail les projets qu'elles financent, elles ne savent pas si l'emprunteur va faire face à ses échéances de prêt). Elles exigent donc des garanties réelles de la part de l'emprunteur, souvent sur son patrimoine personnel. Or, en période de crise, la valeur de ce dernier, comme indiqué ci-dessus, est plus faible. D'autre part, dans un environnement économique plus incertain en période de crise, tous les projets – même les plus profitables – deviennent plus risqués.

Cette situation est d'autant plus vraisemblable que le taux d'endettement des agents privés a atteint des niveaux historiquement élevés dans de nombreux pays, comme l'indique le graphique ci-après. La montée de l'endettement, voire le surendettement, est d'ailleurs un phénomène qui touche tout autant l'offre de crédit (les prêteurs hésitent à engager des fonds supplémentaires), que la demande de crédit.

3 | LA MONTÉE DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Le surendettement des ménages et des entreprises, peut en effet constituer un canal supplémentaire de transmission de la crise financière à l'économie réelle, puisque la difficulté des ménages et des entreprises à contracter de nouveaux prêts, voire à satisfaire les échéances des prêts en cours, les conduit à revoir à la baisse leur niveau de consommation et d'investissement, ce qui pèse sur la demande agrégée et, *in fine*, dans certains cas, sur le niveau général des prix.



Une crise mondiale d'une ampleur exceptionnelle

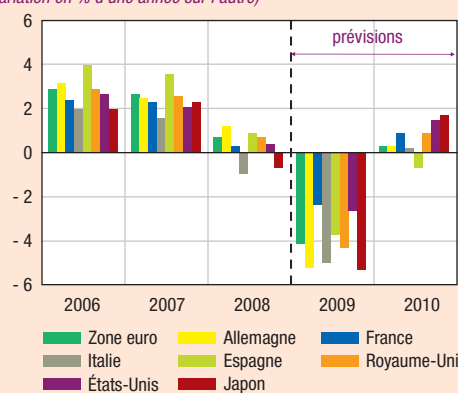
Dans la plupart des économies industrialisées la baisse de l'activité a commencé au premier semestre 2008 et s'est accentuée au tournant de l'année 2009. Le repli de l'activité économique en 2009 sera certainement le plus prononcé depuis la seconde guerre mondiale pour l'ensemble des pays industrialisés.

Il convient de distinguer plusieurs phases dans la transmission de la crise financière à l'économie réelle :

- les effets directs de la crise immobilière et financière de l'été 2007 à l'été 2008 ;
- l'aggravation de la crise à l'automne 2008, en liaison avec la faillite de la banque Lehman Brothers ;
- la timide reprise observée au cours de l'année 2009.

Taux de croissance du PIB en volume Prévisions du FMI

(variation en % d'une année sur l'autre)



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2009

Croissance et projection de croissance du PIB

(en volume, en %)

	Date de la prévision	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Chine	Russie	Monde
2008		0,6	1,0	0,3	-1,0	0,9	0,4	-0,7	0,7	9,0	5,6	3,0
2009												
BCE	Sept. 09	-4,4/-3,8										
CE	Mai 09	-4,0	-5,4	-3,0	-4,4	-3,2	-2,9	-5,3	-3,8	6,1	-3,8	-1,4
CE prév. intérimaire	Sept. 09	-4,0	-5,1	-2,1	-5,0	-3,7			-4,3			
OCDE	Juin 09	-4,8	-6,1	-3,0	-5,5	-4,2	-2,8	-6,8	-4,3	7,7	8,1	
OCDE prév. intérim.	Sept. 09	-3,9	-4,8	-2,1	-5,2		-2,8	-5,6	-4,7			
FMI	Oct. 09	-4,2	-5,3	-2,4	-5,1	-3,8	-2,7	-5,4	-4,4	8,5	-7,5	-1,1
2010												
BCE	Sept. 09	-0,5/0,9										
CE	Mai 09	-0,1	0,3	-0,2	0,1	-1,0	0,9	0,1	0,1	7,8	1,5	1,9
OCDE	Juin 09	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,9	0,9	0,7	0,0	9,3	5,6	
FMI	Oct. 09	0,3	0,3	0,9	0,2	-0,7	1,5	1,7	0,9	9,0	1,5	3,1

1 | LE RETOURNEMENT DE L'ACTIVITÉ S'EST CARACTÉRISÉ INITIALEMENT PAR UNE CONTRACTION DE LA DEMANDE PRIVÉE

111 Une baisse précoce de l'investissement résidentiel des ménages dans certains pays

L'investissement résidentiel s'est effondré dans les pays qui étaient en situation de « bulle immobilière » avant le début de la crise :

- aux **États-Unis**, la baisse de l'investissement résidentiel a débuté en 2006 et représente au total un repli de 56 % entre le quatrième trimestre de 2005 et le deuxième trimestre de 2009. La hausse des saisies immobilières se chiffrait en juillet 2009 à + 32 % en comparaison annuelle. Les prix de l'immobilier ont chuté de 32,2 % au total entre le deuxième trimestre de 2006 et le premier trimestre de 2009, mais ont toutefois montré récemment des signes de redressement.
- Le **marché immobilier britannique** s'est retourné courant 2007, et le repli s'est aggravé avec la crise financière. Les difficultés de refinancement des prêts hypothécaires à taux variable (très utilisés au Royaume-Uni), du fait de la hausse des taux d'une part et de la restriction du crédit d'autre part, ont généré une autre source d'affaiblissement du marché immobilier, avec près d'un tiers des emprunteurs risquant de ne pas pouvoir se refinancer. En juin 2009, les prix de l'immobilier avaient baissé de 20,8 % par rapport au point haut atteint en août 2007.
- En **Espagne** le secteur immobilier était déjà très atteint avant la crise financière : en 2007, les mises en chantier avaient déjà diminué de 50 % sur un an. La situation a continué à se détériorer avec la crise : en juillet 2009, la baisse de la production en construction atteignait 18,1 % sur un an. La baisse des prix des logements atteignait 8,3 % sur un an au deuxième trimestre de 2009.
- Le **marché immobilier japonais** ne s'est jamais remis de la crise immobilière de 1990. Les prix n'ont cessé de chuter depuis lors et ont atteint leur point le plus bas depuis 35 ans. La production en construction a baissé de 20,0 % entre le début 2006 et juillet 2009.
- En **France**, où le diagnostic de « bulle immobilière » est plus nuancé, l'investissement des ménages s'est aussi ajusté, de 9,9 % depuis le pic atteint au premier trimestre 2008 jusqu'au deuxième trimestre de 2009.

112 Une consommation des ménages bridée par des effets de richesse négatifs et le choc sur les prix des matières premières, puis par le redressement du chômage

À partir du second semestre de 2007, la consommation privée a ralenti à son tour dans la plupart des pays industrialisés, cette tendance s'accroissant début 2008 avec une baisse dès le premier trimestre aux États-Unis et dès le deuxième en zone euro et au Japon. Ce mouvement trouve son origine en partie dans les effets de richesse négatifs liés au retournement des prix des actifs, notamment immobiliers, mais également dans la hausse des prix des matières premières (pétrole, métaux, produits agricoles, etc. — cf. graphique ci-après) qui a entamé le pouvoir d'achat des ménages.

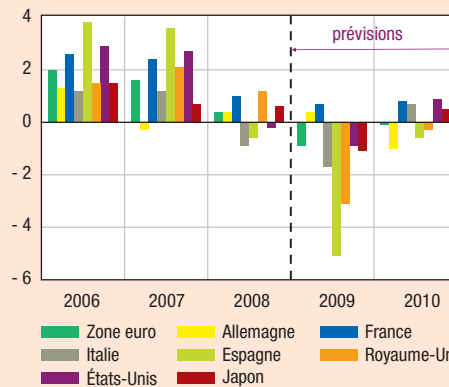
Indice CRB (matières premières)



Note : L'indice CRB (Commodity Research Bureau) agrège les prix de dix-neuf matières premières cotées sur différents marchés.

Source : Bloomberg

Taux de croissance de la consommation privée en volume – prévisions du FMI



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2009

Puis, au fur et à mesure que la crise s'installait, la dégradation de l'emploi est venue également pénaliser leur revenu. De plus, confrontés à une dégradation de leur patrimoine et des perspectives économiques, les ménages ont eu tendance à épargner davantage. Les taux d'épargne ont ainsi augmenté dans la plupart des pays, partant le plus souvent de niveaux très bas :

- aux États-Unis, le taux d'épargne est passé de 1,2 % au premier trimestre 2008 à 5,0 % au deuxième trimestre 2009 ;
- au Royaume-Uni, le taux d'épargne est remonté de - 0,5 % au premier trimestre 2008 à 5,6 % au deuxième trimestre 2009 ;
- en zone euro, la propension à épargner s'est également accentuée, avec une hausse de deux points de pourcentage du taux d'épargne entre le troisième trimestre de 2007 et le premier trimestre de 2009 (de 13,6 % à 15,6 %).

Au deuxième trimestre de 2009, la baisse de la consommation privée atteignait sur un an 1,8 % aux États-Unis, 1,3 % en zone euro et 1,0 % au Japon. Ce sont les ventes de biens de consommation durables (notamment d'automobiles) qui ont été les plus durement touchées, avec une forte chute dès le second semestre de 2008. Au quatrième trimestre de 2008, leur part dans le PIB américain avait diminué d'environ 1 point de pourcentage par rapport à son niveau de fin 2007 (elle s'est stabilisée au premier semestre de 2009).

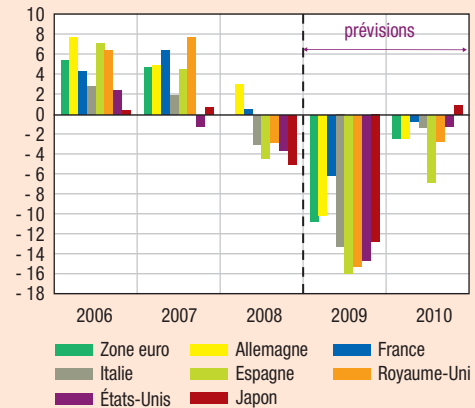
113 Un investissement des entreprises pénalisé par la baisse des perspectives d'activité

La baisse de la confiance et des revenus des ménages a conduit les entreprises à anticiper une baisse de la demande finale et un recul des commandes de l'étranger. Par ailleurs, les conditions

de financement des entreprises se sont progressivement dégradées avec l'amplification de la crise. Aussi, dans de nombreux pays, les projets d'investissement ont été soit reportés soit abandonnés.

- Aux États-Unis, par exemple, la baisse de l'investissement privé non résidentiel en volume atteignait 20 % sur un an au deuxième trimestre de 2009.
- Une contraction marquée a également été observée au Japon ainsi que dans la zone euro, où l'investissement des sociétés non financières a baissé de 15,1 % en valeur entre le troisième trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2009.

Taux de croissance de la formation brute de capital fixe en volume – prévisions du FMI



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2009

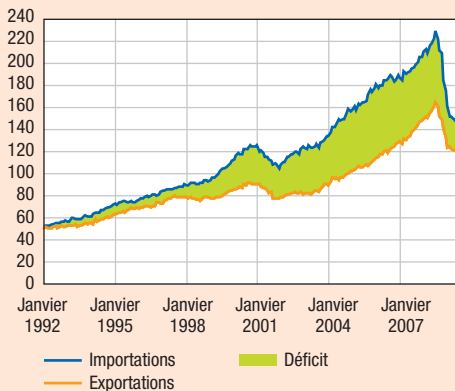
2 | LA CRISE SE DIFFUSE RAPIDEMENT À L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ET S'AMPLIFIE À L'AUTOMNE 2008

211 L'interpénétration des économies favorise la diffusion de la crise

Les effets de richesse négatifs et le choc sur les prix des matières premières ont affecté diversement les différentes économies. Cependant, aucune n'a été épargnée par le ralentissement économique. En particulier, il n'y a pas eu de « découplage » entre les États-Unis et le reste du monde, comme cela a pu être envisagé à un certain moment.

Balance commerciale des États-Unis
Échanges de biens et services

(cvs, en milliards de dollars)

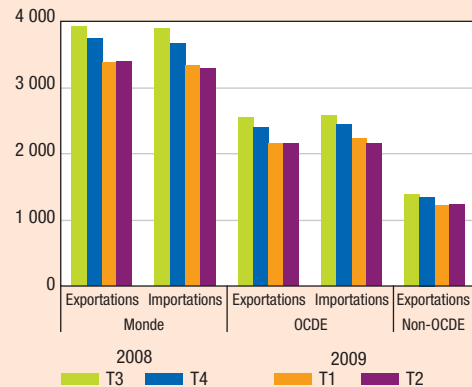


Source : Bureau of Economic Analysis (US Commerce Department)

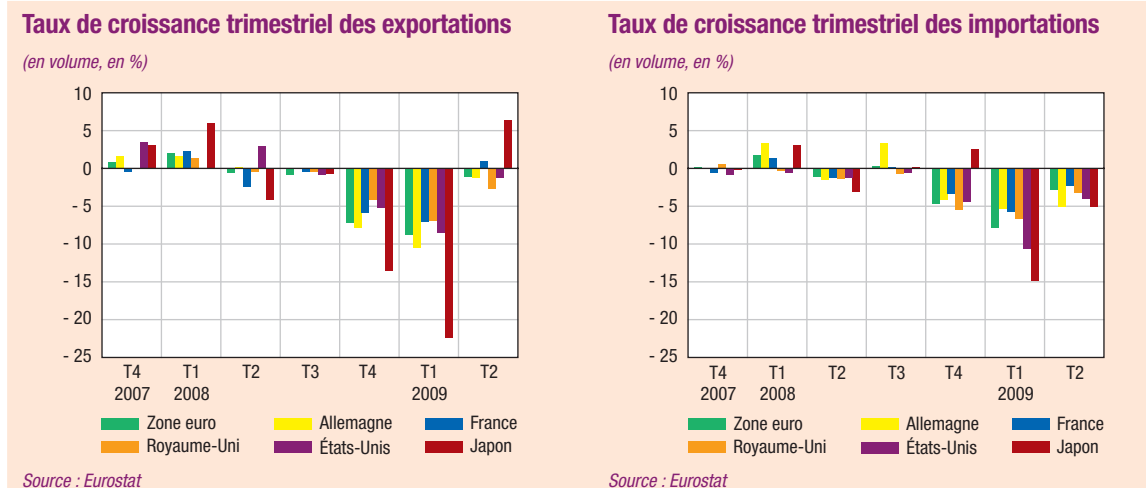
Évolution du commerce mondial

Exportations et importations de biens et services des grandes zones économiques

(en volume, cvs, en milliards de dollars 2000)



Source : OCDE



De fait, le ralentissement américain a directement pesé sur la demande adressée aux autres économies et, d'une manière plus générale, les échanges internationaux ont souffert du fléchissement des demandes intérieures privées dans les différentes économies (cf. graphiques ci-dessus).

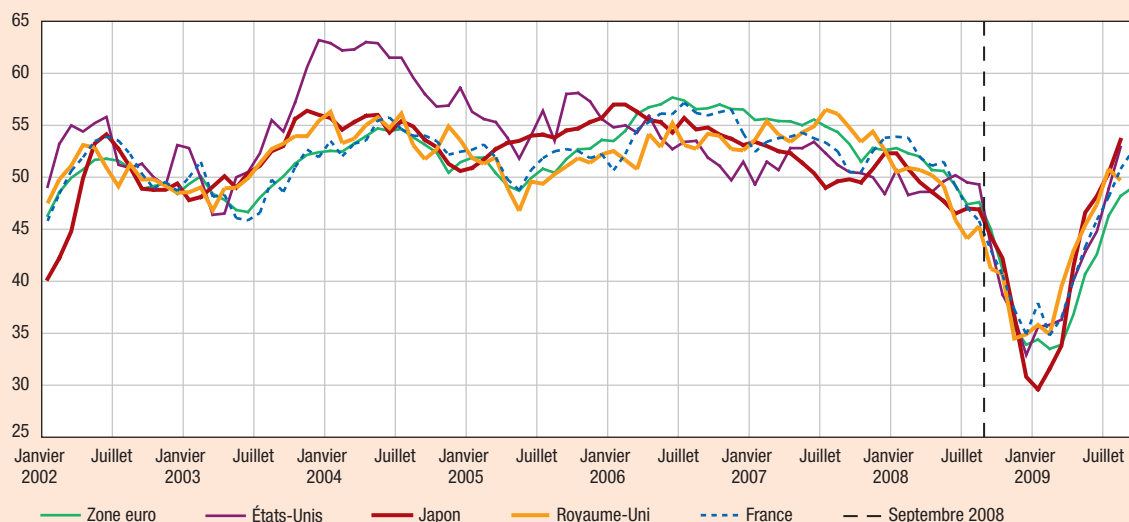
- En zone euro, la baisse des exportations atteignait 17,1 % sur un an au deuxième trimestre de 2009 et la baisse des importations 14,4 %. La baisse des échanges extérieurs a été particulièrement pénalisante pour l'Allemagne, avec une contribution des exportations nettes à la croissance du PIB cumulée sur un an de - 4,5 points (l'économie allemande est très dépendante de son commerce extérieur, avec des exportations de biens et services qui représentaient 52 % du PIB allemand en 2008).
- Aux États-Unis, les exportations ont diminué de 15,2 % et les importations de 18,6 % au deuxième trimestre 2009 par rapport au deuxième trimestre 2008 (mais les exportations ne représentaient que 12 % du PIB en 2008).
- Le Japon est le pays le plus sévèrement touché par la baisse des échanges commerciaux. Outre la baisse de la demande extérieure induite par la crise, la vive appréciation de la valeur effective du yen qui a débuté vers la fin 2008 a pesé sur les exportations. Elles ont diminué de 29,3 % au deuxième trimestre 2009 par rapport au même trimestre de l'année précédente (les importations baissant de 17,1 %).

Cependant, le commerce extérieur n'est que l'un des canaux par lesquels les difficultés économiques de certains pays ont pu se transmettre à d'autres. L'imbrication des marchés financiers a également joué un rôle important. L'interdépendance des économies résulte surtout de l'importance primordiale dans l'économie mondiale de firmes multinationales implantées dans de multiples endroits du monde et adoptant des stratégies à un niveau global.

212 Une nette dégradation de la confiance des consommateurs et des entreprises après la faillite de Lehman Brothers

Le durcissement des conditions d'accès au crédit pour les ménages et les entreprises et son impact négatif sur la demande privée étaient déjà perceptibles bien avant la faillite de Lehman Brothers. Le phénomène s'est encore accentué après cet événement, dégradant un peu plus la situation des ménages et des entreprises (cf. *supra* au 1]).

Indices PMI * (indices des directeurs d'achat) dans le secteur manufacturier



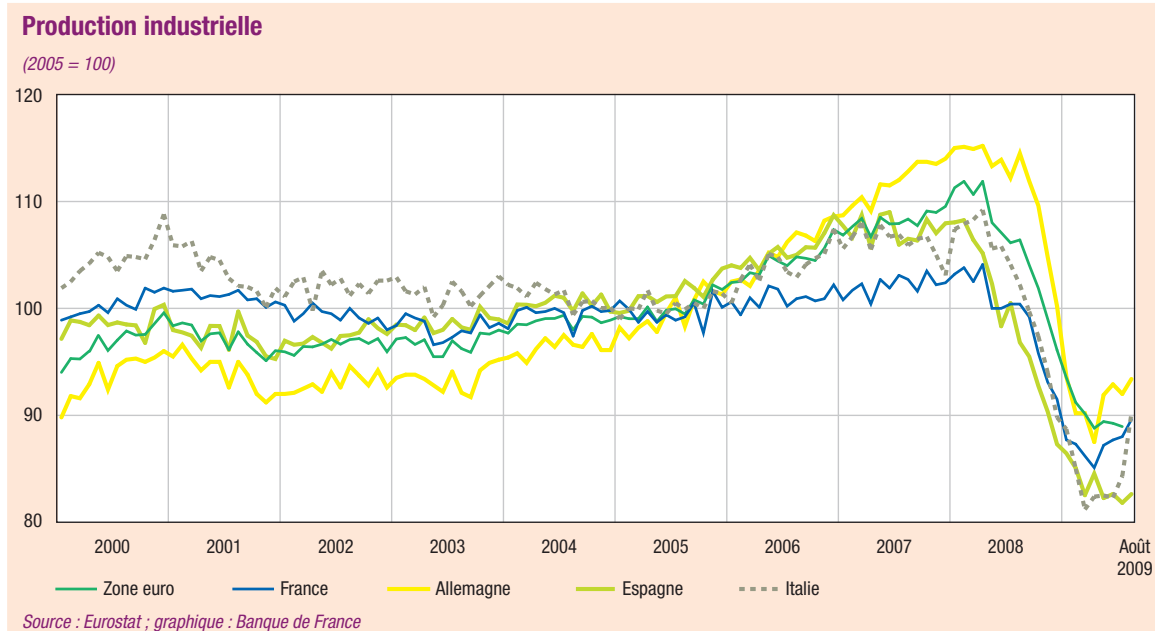
* voir glossaire

Source : NTC Research/Markit

Le « séisme Lehman Brothers » a par ailleurs joué un rôle de catalyseur dans la dégradation de l'activité économique *via* une perte de confiance généralisée des agents économiques. Les niveaux des indicateurs de confiance, déjà nettement orientés à la baisse, ont connu un effondrement à partir de septembre 2008 et n'ont atteint leur point bas qu'à la fin du premier trimestre de 2009, après six mois de chute ininterrompue. Pour les entreprises comme pour les ménages, qui avaient été confrontés depuis plus d'un an à un choc sur les prix des matières premières, à un retournement des marchés immobiliers dans de nombreuses économies et à une dégradation de l'activité et des conditions financières, la faillite de la banque Lehman Brothers a été le signal de détresse du système financier, révélateur du caractère durable de la crise et annonciateur de sa prochaine aggravation.

La crise est alors entrée dans sa phase la plus aiguë, caractérisée notamment par une chute très brutale de la production industrielle, les entreprises cherchant à ajuster leurs stocks à la baisse attendue de la demande, afin notamment de soulager leur trésorerie : autant, à court terme, une baisse de la demande non anticipée peut se traduire par des invendus et donc par un gonflement des stocks, autant à moyen terme, les entreprises cherchent systématiquement à adapter leurs stocks en fonction de leurs anticipations de demande, ce qui explique qu'un ajustement cyclique des stocks soit toujours présent dans les épisodes de récession.

- Aux États-Unis, la variation sur un an de la production industrielle s'est établie à - 13,1 % en juillet 2009. La variation des stocks a contribué pour moitié à la baisse de 1,9 % du PIB enregistrée sur le premier semestre de 2009.
- En zone euro, la baisse de la production industrielle atteignait 15,9 % sur un an en juillet. Sur le premier semestre de 2009, le déstockage a contribué à hauteur de 1,5 point à la baisse de 2,6 % du PIB.
- Au Japon, la production industrielle a baissé de 18,7 % et les stocks de 10,4 % entre août 2008 et août 2009.



L'effondrement brutal et simultané de la production industrielle de l'ensemble des économies (contraction de 20 % en zone euro), accompagné d'un repli du même ordre des échanges internationaux conduisant à un retour à un niveau d'activité de 1997, a pu surprendre. Il s'explique toutefois par l'imbrication des chaînes de production au niveau mondial. Au-delà de sa contribution significative au repli général de l'activité, l'exemple de l'industrie automobile est particulièrement frappant : confrontés à une baisse de la demande, particulièrement sévère dans les pays touchés par des effets de richesse négatifs importants (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne, Irlande...), les constructeurs automobiles ont fortement réduit leur production afin d'écouler leurs stocks à partir de l'automne 2008 ; leur action a été immédiatement imitée par leurs fournisseurs et toute la filière a été rapidement affectée.

3| UNE TIMIDE REPRISE SE DESSINE, MAIS DES INCERTITUDES DEMEURENT ET LE BILAN DE LA CRISE SERA LOURD

311 Les signaux de reprise se multiplient

Depuis le début du deuxième trimestre 2009, une reprise économique semble se mettre en place. Comme la chute qui l'a précédée, l'amélioration de la situation conjoncturelle est commune à l'ensemble des économies.

- Cette amélioration est lisible dans presque toutes les données d'enquêtes disponibles. Les indices PMI dans le secteur manufacturier, par exemple, se sont nettement redressés dans tous les pays pour lesquels ils sont calculés et ont franchi le seuil d'expansion aux États-Unis, en France, au Royaume-Uni ou encore au Japon (cf. graphique page précédente). Les indices pour le secteur des services suivent la même tendance.

Encadré 3 L'économie française dans la crise

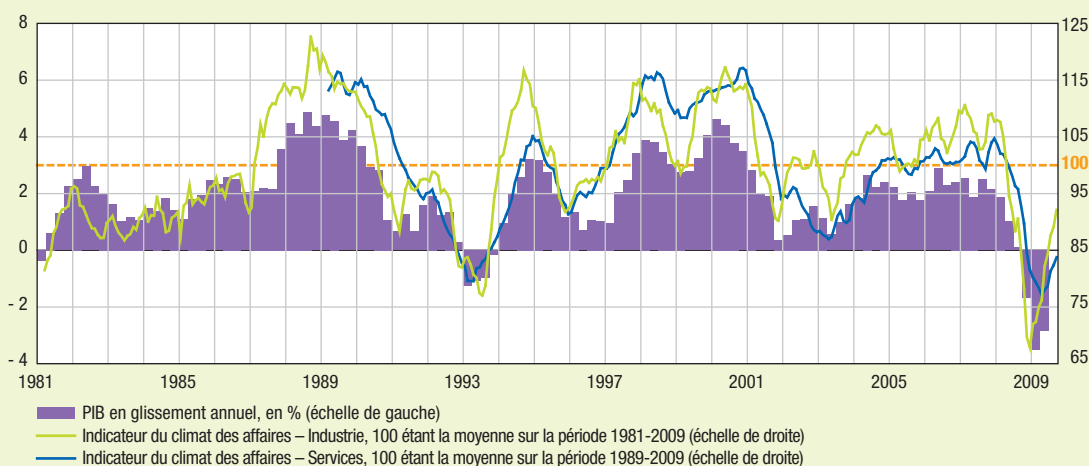
Pourquoi la France a-t-elle mieux résisté que ses partenaires ?

Comme les autres économies industrialisées, la France devrait connaître en 2009 la plus forte chute de son PIB depuis la seconde guerre mondiale, avec un repli d'un peu plus de 2 % selon les dernières prévisions disponibles. Toutefois, l'économie française résiste plutôt mieux à la crise que d'autres : les dernières prévisions de croissance du PIB pour 2009 sont de l'ordre de - 5 % pour l'Allemagne, de - 4 % pour l'ensemble de la zone euro, de 2,5 % à - 3 % pour les États-Unis ou encore de - 5 % à - 6 % pour le Japon. De plus, la France est avec l'Allemagne l'un des premiers pays industrialisés à être sorti techniquement de la récession, avec une croissance du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre de 2009.

Pour expliquer cette relative robustesse de l'économie française, plusieurs facteurs ont été avancés :

- **l'importance des stabilisateurs automatiques, qui ont notamment permis une bonne tenue de la consommation des ménages. Le rythme de croissance des dépenses des ménages a certes ralenti, mais la France est l'un des rares pays industrialisés où la consommation s'est accrue par rapport à son niveau de début 2008 ;**
- l'absence de déséquilibres majeurs sur le plan financier ;
- une exposition relativement faible au commerce international comparativement à d'autres économies industrialisées (l'Allemagne en particulier).

Croissance du PIB et climat des affaires en France



Sources : INSEE (PIB), Banque de France (indicateurs climat des affaires)

Des incertitudes demeurent sur la pérennité de la reprise

Au deuxième trimestre, le redressement de la production a concerné toutes les branches, à l'exception de la construction et des industries agroalimentaires. La hausse de la production a été de 0,8 % pour les branches industrielles et de 0,4 % pour les branches non industrielles. Par ailleurs, l'amélioration sensible des données d'enquête depuis la fin du deuxième trimestre laisse supposer que la reprise se poursuivrait.

.../...

La reprise de l'activité devrait pouvoir s'appuyer sur une contribution positive des variations de stocks. Sur les trois derniers trimestres (du quatrième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009), la variation des stocks expliquait les deux tiers de la baisse du PIB, avec une contribution cumulée de -1,7 point pour une baisse de 2,5 % du PIB. Ceci était notamment lié à une stratégie de déstockage massif adoptée dès l'automne 2008 par les constructeurs automobiles, qui s'est répercutée sur toute la filière. Les dernières enquêtes disponibles montrent que le niveau des stocks est désormais revenu sous sa moyenne de long terme.

Cependant, cet effet ne devrait être que temporaire et des incertitudes persistent du côté de la demande. Certes, la consommation des ménages a confirmé sa bonne tenue au deuxième trimestre de 2009, avec une croissance de 0,2 %. Toutefois, celle-ci a été essentiellement portée par la prime à la casse dans l'automobile. De plus, la montée persistante du chômage continuerait de peser sur le pouvoir d'achat des ménages dans les mois à venir.

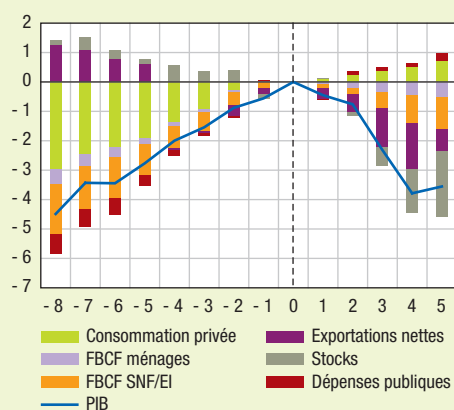
Par ailleurs, la baisse de l'investissement des ménages s'est poursuivie à un rythme très soutenu au deuxième trimestre (-1,8 %, après -1,9 %) et la production dans le secteur de la construction a encore baissé en juillet, de 0,5 %. Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est resté en août à un niveau extrêmement faible, à 70,7 %, à peine au-dessus du point bas historique atteint en avril (69,6 %), ce qui limite les perspectives de reprise de l'investissement.

Le comportement des composantes du PIB dans la crise actuelle en France

(entre le 3^e trimestre 2006 et le 2^e trimestre 2009)

Déviations en points du PIB par trimestre, à partir du 1^{er} trimestre 2008

(en volume, aux prix de 2000, prix constants)



Source : INSEE ; calculs Banque de France

- Certains pays, comme la France (cf. encadré 3) et l'Allemagne, qui ont tous deux enregistré une croissance du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre 2009, sont techniquement sortis de la récession.
- Pour la zone euro dans son ensemble ainsi que pour les États-Unis, le PIB a encore baissé au deuxième trimestre 2009, mais de manière nettement moins marquée qu'au précédent (-0,1 % après -2,5 % au deuxième trimestre en zone euro, -0,3 % après -1,6 % aux États-Unis). La consommation des ménages s'est par ailleurs légèrement redressée en zone euro (+0,2 %) au cours de ce même trimestre.
- Même si la zone euro n'est pas encore techniquement sortie de la récession, un point bas semble avoir été passé pour la production industrielle ; ainsi, malgré un repli de 0,3 % en juillet, l'indice de la production industrielle a dépassé de 0,2 % son niveau d'avril.

La reprise s'appuie sur plusieurs facteurs.

- L'action des pouvoirs publics a été décisive, avec des *stimuli* budgétaires très importants, la mise en œuvre de politiques monétaires extrêmement accommodantes et le recours à des mesures inédites afin d'assurer la stabilité et l'efficacité du système financier ; en réponse à ces mesures,

la confiance des agents privés s'est redressée et les conditions de financement se sont améliorées ; c'est donc aussi bien la demande privée que la demande publique qui est stimulée par l'action des pouvoirs publics (cf. *infra* chapitre 4).

- La désinflation générée par le repli des cours des matières premières a soutenu le pouvoir d'achat et la consommation des ménages.
- La phase la plus brutale d'adaptation des entreprises à la situation de crise s'achève progressivement ; en particulier, l'investissement des entreprises a nettement moins baissé au deuxième trimestre 2009 qu'au premier dans les principaux pays industrialisés.
- Au second semestre de 2009, la reprise devrait également s'appuyer sur le retournement du cycle des stocks (cf. note 2 de l'encadré 4).
- Enfin, les pays émergents participent au retour de la croissance mondiale, tirée par le rebond du commerce extérieur.

312 De nombreuses incertitudes demeurent

La reprise est fragile et directement menacée par :

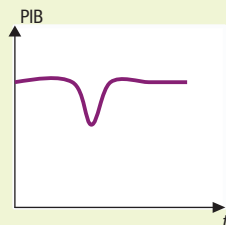
- l'essoufflement progressif de certains *stimuli* budgétaires, tels que les primes à la casse dans l'automobile, qui ont joué un rôle important dans le redressement de l'activité industrielle ; plus généralement, il convient de garder à l'esprit le caractère nécessairement temporaire des mesures exceptionnelles mises en œuvre depuis le début de la crise ;
- le caractère également temporaire du soutien apporté par l'achèvement du cycle de stocks ;
- la situation financière toujours fragile et l'endettement toujours important des agents économiques (cf. dans ce chapitre, « les canaux de transmission de la crise », 3) ;
- la situation de capacités de production excédentaires que connaissent actuellement les industries, compte tenu du niveau actuellement très faible de la production ; en zone euro par exemple, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a atteint en juillet son plus bas niveau historique, s'établissant à 69,6 %, contre 81,5 % en moyenne depuis 1990 et cette faiblesse limite les perspectives de redressement de l'investissement des entreprises ; un rattrapage, au moins partiel, des pertes enregistrées pour la production industrielle et un retour du taux d'utilisation des capacités de production vers la moyenne de long terme sont toutefois anticipés ;
- la hausse du chômage, encore très forte malgré l'embellie constatée du côté de l'activité, l'emploi s'ajustant avec une certaine inertie aux fluctuations de la production ;
- la correction toujours en cours des marchés immobiliers dans certaines régions, en zone euro notamment, où la production en construction a encore baissé en juillet (- 2,0 % par rapport à juin).

Encadré 4 Les différents profils de reprise économique : « en V », « en U », « en W », « en L »

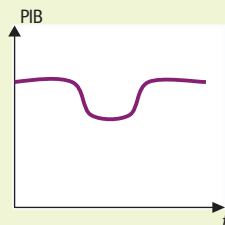
Il a beaucoup été question ces derniers temps dans la presse économique de reprise « en V », « en U », « en W » ou « en L ». Ces qualificatifs font référence au profil que dessine la courbe de l'activité en phase de reprise à court terme. Ainsi, de manière schématisée :

- une reprise « en V » correspond à une récession courte, avec un redémarrage rapide de l'activité ;
- une reprise « en U » correspond au contraire à une phase de récession plus durable, la reprise mettant plus de temps à se confirmer ;
- une reprise « en W » est une reprise de l'activité en deux temps, avec une première phase de redressement suivie d'une rechute de l'activité, avant une deuxième reprise plus durable ; on utilise également l'expression « double dip » (« double baisse ») pour qualifier ce type d'épisode ;
- enfin, une courbe « en L », correspond à une absence de reprise.

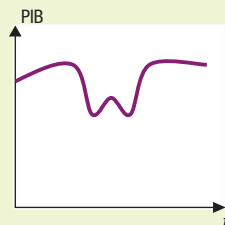
Courbe « en V »



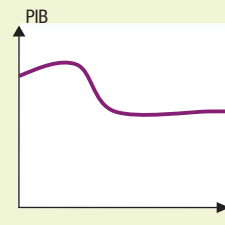
Courbe « en U »



Courbe « en W »



Courbe « en L »



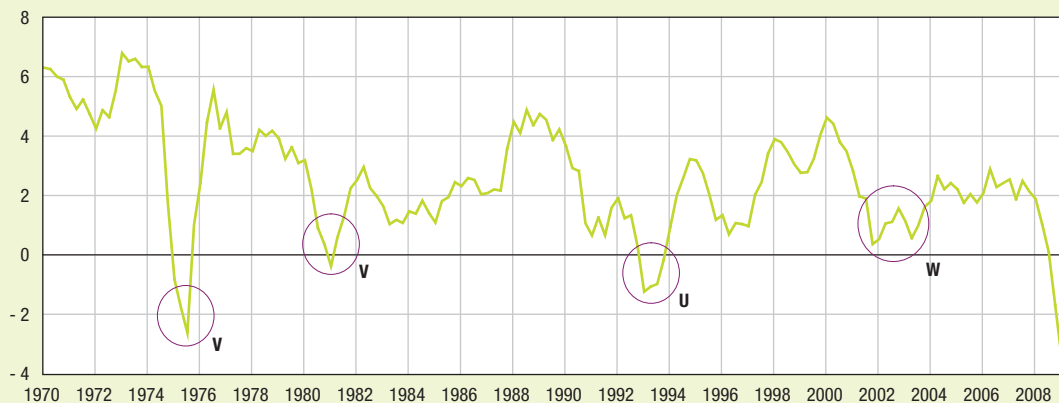
Ces termes sont purement descriptifs. La plupart des économistes les appliquent aux séries de croissance du PIB. Une petite minorité les applique cependant aussi au PIB en niveau.

À titre d'exemple, dans le cas de la croissance du PIB français mesurée par le glissement annuel (cf. graphique ci-dessous) :

- les reprises constatées après les récessions de 1974 et de 1980 semblent décrire des courbes « en V » ;
- l'épisode de 1993 s'apparente plutôt à une courbe « en U » ;
- le ralentissement de 2002, qui ne s'est pas traduit par une récession à proprement parler, mais qui a été très net, suit clairement une courbe « en W » (la reprise amorcée grâce à une bonne tenue de la demande intérieure a été rapidement contrariée par une dégradation des exportations nettes).

Glissement annuel du PIB en France

(en volume)



Source : INSEE

.../...

Une étude menée par le FMI¹ montre que les reprises économiques sont plus lentes après des crises financières qu'après des crises liées à d'autres types de chocs, sur le prix du pétrole, par exemple. Ceci semble se confirmer dans le cas de la France pour les épisodes de 1974 et 1980 (chocs pétroliers) et de 1993 et 2002 (crises financières). Le FMI constate par ailleurs que les crises synchronisées sont plus durables, ce qui est peu rassurant dans le cas actuel, avec une crise véritablement mondiale. En revanche, un autre élément mis en évidence dans cette étude est plus encourageant : les politiques monétaires et budgétaires jouent un rôle particulièrement important pour mettre fin aux crises et conforter les reprises économiques. Or, dans la crise actuelle, les politiques mises en œuvre sont d'une ampleur sans précédent.

De fait, au vu des dernières évolutions conjoncturelles, l'action rapide des politiques économiques semble avoir permis d'éviter un scénario « en U » ou « en L » dans la crise actuelle. Un risque de rechute de l'activité (scénario « en W ») n'est toutefois pas à écarter : un nouveau ralentissement pourrait en effet intervenir une fois que le traditionnel soutien du cycle des stocks² se sera essouffé, si l'impact des politiques économiques s'amenuise. Par ailleurs, les marchés du travail continuent de se détériorer, ce qui constitue un facteur de fragilité supplémentaire. La reprise reste donc à confirmer et il convient de rester vigilant.

Plus généralement, au-delà des différents profils évoqués, se pose aussi la question de la pérennité de la reprise, c'est-à-dire du nombre de trimestres/d'années pendant lesquels l'économie s'inscrit sur sa nouvelle trajectoire. Cela importe pour les effets à long terme de la crise économique, au-delà des effets à court terme.

Appliqué au taux de croissance, un retour à la croissance antérieure au bout de quelques années (voir schéma des reprises « en V », « en U » ou « en W », ci-dessus) est cohérent avec un effet sur le niveau du PIB à long terme : en effet, pendant quelques années, l'économie progresse à un rythme inférieur à sa moyenne antérieure. C'est l'image des « années perdues » (voir scénario b — « effet sur le niveau du PIB » — dans l'encadré 2 « Quel sera l'impact de la crise actuelle sur la croissance à long terme ? »). Au contraire, un schéma de reprise forte « en V » ou « en U », autoentretenu au-delà des premières années, avec une croissance supérieure à la moyenne antérieure, permettrait de rattraper les pertes de croissance de la période de crise (voir scénario a — « trou d'air » — dans l'encadré 2).

1 FMI, *World Economic Outlook*, avril 2009, ch. 3 : "From recession to recovery : how soon and how strong?"

2 En période de récession, les entreprises réduisent leur production davantage que ne l'exigerait le ralentissement de la demande, de manière à réduire leurs stocks. Une fois les stocks ramenés à un niveau conforme aux attentes des entrepreneurs, la demande sera satisfaite par davantage de production et moins de déstockage, ce qui apportera, toutes choses égales par ailleurs, un supplément de croissance du PIB.

313 Une hausse généralisée du taux de chômage

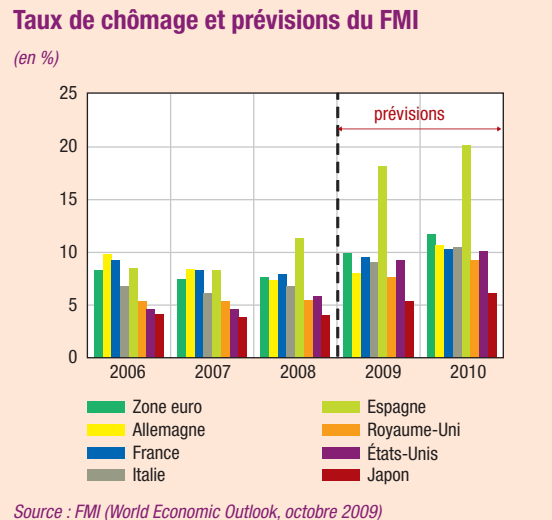
Le bilan de la crise en termes de pertes d'emploi sera vraisemblablement assez lourd. Au niveau mondial, l'Organisation internationale du travail (OIT) estime entre 219 et 241 millions⁴ le niveau auquel la crise pourrait porter le nombre de chômeurs dans le monde en 2009 (180 millions en 2007). Le taux de chômage s'est d'ores et déjà considérablement redressé dans les principales économies industrialisées, alors que l'ajustement de l'emploi est encore en cours, à un rythme toutefois plus modéré qu'en début d'année 2009.

- Aux États-Unis, le taux de chômage atteignait 9,4 % en juillet 2009, en hausse de 3,6 points sur un an.
- Dans la zone euro, le taux de chômage s'est redressé de 2 points en un an, pour atteindre 9,5 % en juillet 2009. La situation est très contrastée entre les pays. Ainsi, en Irlande et en Espagne, le chômage a fortement progressé, du fait de la dégradation du marché immobilier (baisse des constructions de logements) qui a entraîné des pertes d'emplois considérables dans ce secteur entre juillet 2008

4 OIT (2009) : "Key Indicators of the Labour Market", 6^{ème} édition

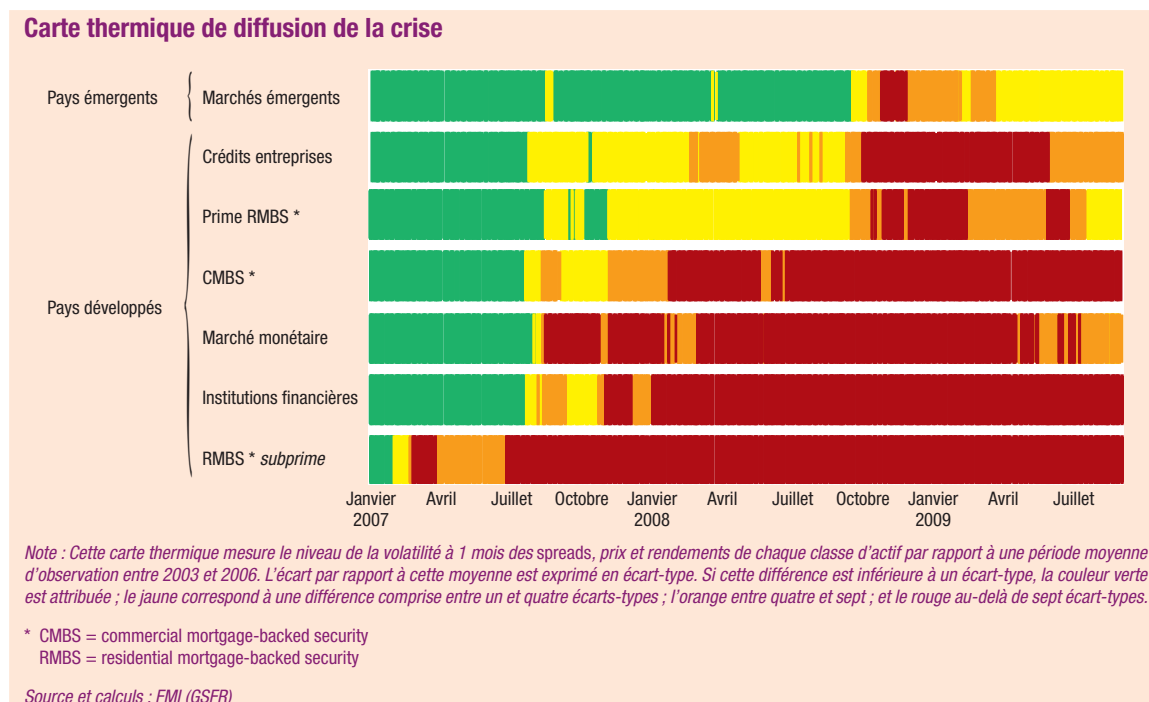
et juillet 2009. Le taux de chômage est ainsi passé de 6,0 % à 12,5 % en Irlande et de 11,4 % à 18,5 % en Espagne. En Allemagne en revanche, l'existence de mécanismes de réduction du temps de travail en cas de baisse d'activité a permis de limiter, au moins temporairement, la hausse du taux de chômage. Celui-ci s'est établi à 7,7 % en juillet 2009, contre 7,2 % un an auparavant. Dans l'ensemble de la zone euro, les incertitudes en matière d'emploi auxquelles sont confrontés les ménages pourraient durer davantage qu'aux États-Unis, où le cycle de l'emploi est généralement plus court.

- Le Japon n'est pas épargné par la dégradation de l'emploi : le taux de chômage s'est redressé de 1,7 point en un an, passant de 4,0 % en juillet 2008 à 5,7 % en juillet 2009. La baisse marquée depuis le début de 2009 du ratio des offres d'emploi par rapport aux demandes suggère que les difficultés vont sans doute aller en s'amplifiant.



4 | L'IMPACT DE LA CRISE SUR LES PAYS ÉMERGENTS

S'il n'y a pas eu de vrai découplage entre pays développés et pays émergents, ces derniers ont commencé à subir les conséquences de la crise financière et économique avec un certain retard.



Selon les dernières prévisions du FMI ⁵, l'activité économique dans les pays émergents et en développement devrait fortement ralentir en 2009, avec une croissance de 1,7 %, contre 6 % en 2008, et enregistrer un rebond en 2010, la croissance atteignant alors 5,1 %. Par rapport aux prévisions réalisées en mars, qui tablaient sur une croissance de 2 % en 2009 et de 4,2 % en 2010, la situation serait donc un peu plus dégradée en 2009 mais légèrement plus favorable en 2010.

Les pays émergents n'ont pas été frappés de la même façon par la crise financière et l'impact n'a pas eu partout la même ampleur.

- Les **pays émergents d'Europe centrale et orientale** ont surtout été touchés par les répercussions du phénomène de *deleveraging*. Pendant des années, la croissance du levier des banques a nourri une forte croissance du crédit, qui répondait à d'importants besoins de financement d'investissements structurels dans cette région. L'effondrement de la distribution du crédit a été aussi fort mais plus brutal que ne l'avait été sa croissance auparavant, entraînant plusieurs conséquences : une forte hausse des *spreads* sur la dette extérieure, la détérioration des marchés actions et une pression de plus en plus forte sur les monnaies locales. En outre, la détérioration des conditions financières a conduit les banques à enregistrer des dépréciations sur leurs actifs (surtout des prêts), érodant le capital et réduisant la qualité des autres actifs pour les filiales et les banques-mères. Or, la plupart des pays émergents d'Europe sont dépendants des banques d'Europe occidentale (surtout Autriche, Belgique, Allemagne, Italie et Suède) qui possèdent la majorité des banques locales. Les difficultés des banques occidentales sont à l'origine de celles des banques d'Europe de l'Est, lesquelles nourrissent à leur tour les problèmes de leurs maisons-mères selon un processus autoentretenu.
- Les problématiques de financement transfrontière ⁶ ont été plus limitées en Asie et en Amérique latine car ces régions disposaient de réserves de change plus importantes et de marchés de financement locaux plus profonds.

La crise s'est davantage diffusée par le canal du commerce international, notamment à cause de l'effondrement des volumes échangés en Asie, qui a réduit considérablement les revenus des pays. Les besoins de financement ont donc augmenté au moment où les sources de financement extérieures se tarissaient, où les fonds spéculatifs (source majeure de capital pour les entreprises asiatiques) tentaient de se débarrasser de leurs actifs devenus illiquides et où les banques réduisaient leur levier.

Les banques asiatiques et d'Amérique latine ont cependant été plus épargnées qu'en Europe car elles étaient bien capitalisées et se finançaient en partie sur les marchés locaux.

Dans de nombreux pays émergents, les pouvoirs publics ont mis en place des mesures de soutien afin de limiter l'impact négatif du *deleveraging* et l'aversion pour le risque. Les banques centrales ont étendu la fourniture de liquidité et plusieurs États ont élargi leur couverture des dépôts, même si la capacité de certains d'entre eux à y parvenir de manière crédible est parfois limitée, notamment quand les dépôts sont libellés en dollars. Certaines banques centrales ont amélioré le financement transfrontière en fournissant des dollars à leurs banques grâce à des accords de *swaps* de devises.

⁵ World Economic Outlook, octobre 2009

⁶ En avril 2009, le FMI estimait que les pays émergents devaient faire face à des besoins de financement de 1 600 milliards de dollars en 2009 et 1 800 milliards de dollars en 2012. En part du PIB, cela représente 9 % du PIB en Asie, 19% pour l'Europe émergente et 8 % pour l'Amérique latine.

En mars 2009, le G 20 s'est engagé à fournir 250 milliards de dollars pour aider le commerce et le crédit à l'exportation des pays émergents. Il a également augmenté substantiellement les ressources du FMI et introduit un dispositif d'octroi de lignes de crédit modulable (cf. chapitre 6, « les nouveaux acteurs de la stabilité financière », 3|1).

Les dispositifs de soutien étatiques pourraient pourtant générer de nouvelles difficultés. Les dépenses engagées ont, comme dans les pays développés, aggravé la situation des finances publiques et poussé à la hausse les primes de risque souverain. Les agences de notation ont dégradé la notation de la dette souveraine de plusieurs pays émergents, rendant plus difficile le financement de marché.

À l'automne 2009, la conjoncture au sein des économies émergentes n'est pas homogène. La croissance des pays émergents en 2009 est le fait de quelques grands émergents, comme la Chine et l'Inde. Phénomène notable, la Chine recommence à importer pour sa consommation finale, au-delà de l'énergie et du commerce d'assemblage. Ailleurs, les signaux favorables se concentrent en Asie, alors que l'Europe émergente, la Russie et l'Amérique latine sont toujours en récession. À ce stade, les signaux favorables ne doivent pas être surestimés, ceux-ci étant pour une large part dus à des facteurs non pérennes, plans de relance et hausse des prix des matières premières.

Encadré 5 La transmission de la crise aux émergents et les différents enseignements qui peuvent en être tirés

Depuis septembre 2008, et plus particulièrement depuis la faillite de Lehman Brothers, les pays émergents et en développement sont rattrapés par la crise. Leur faible exposition directe aux subprime avait laissé espérer, un temps, un découplage entre ces économies et celles des pays avancés. Mais les canaux de transmission des turbulences financières se sont peu à peu révélés.

Les pays émergents et en développement ont été affectés par un triple choc exogène : un tarissement de la liquidité internationale, un effondrement de la demande mondiale renforcé, dans certains cas, par une baisse rapide des prix des matières premières.

- Dix ans après la crise asiatique, les économies émergentes sont progressivement redevenues plus ouvertes aux capitaux étrangers, notamment à travers la forte augmentation des créances transfrontières des banques étrangères sur ces économies. En 2008, les flux de capitaux à destination des pays émergents et en développement ont enregistré une forte correction (une baisse de plus de 500 milliards de dollars), liée à des sorties bancaires, tout en demeurant positifs. En 2009, la situation s'est aggravée et même les investissements directs à l'étranger (IDE) ont été affectés. Ainsi, en deux ans, la chute des flux de capitaux vers les pays émergents a été importante : de près de 700 milliards de dollars d'entrées nettes de capitaux privés en 2007, on assisterait à des sorties nettes qui pourraient s'élever à plus de 50 milliards de dollars en 2009 selon les prévisions du FMI¹.

- À l'inverse, il faut noter la particularité du Brésil où, pour contenir l'appréciation du real, une taxe de 2 % a été mise en place sur les flux de capitaux entrants investis en produits de taux ou en actions.

- Après avoir affecté le bas de la balance des paiements des pays émergents (compte de capital et compte financier), la crise s'est propagée vers le haut de la balance (compte de transactions courantes).

¹ World Economic Outlook d'octobre 2009

.../...

Toutes les zones géographiques ont été affectées, quoiqu'inégalement. Les exportations des pays émergents, après avoir enregistré une croissance inférieure à 5 % en 2008, se contracteraient de 7,2 % en 2009. Les pays d'Asie et de l'Europe émergente, avec une contribution des exportations au PIB en moyenne supérieure à 50 %, sont les plus affectés par le choc de demande mondiale. Les pays d'Amérique latine apparaissent un peu moins exposés, même si certains pays comme le Mexique ou le Venezuela ont un secteur exportateur très sensible au ralentissement de la demande des pays avancés.

- Un autre facteur de vulnérabilité réside dans la forte volatilité du prix des matières premières observée pendant la crise. Pour les pays producteurs, elle modifie les termes de l'échange et rend incertain le niveau des recettes fiscales attendues. Ainsi la baisse du cours du pétrole enregistrée entre juillet et décembre 2008 (de 133,6 dollars à 41,3 dollars) et celle des autres matières premières à l'automne 2008 ont considérablement pesé sur les économies du Venezuela, du Mexique ou encore des pays du Golfe arabo-persique. Des pays comme l'Argentine ou l'Afrique du Sud ont, quant à eux, été plus particulièrement sensibles aux évolutions des prix agricoles et miniers. La nouvelle hausse des prix des matières premières laisse présager une légère amélioration des comptes courants de ces pays producteurs. A contrario, pour les pays émergents importateurs de matières premières, si le mouvement baissier initial a limité l'ampleur des effets de la crise, un retour à la hausse des cours devrait leur être néfaste.

- En outre, certains flux de financement extérieurs devraient aussi se contracter comme les transferts des migrants ou les investissements directs. Enfin, la crise actuelle se traduit aussi par une forte réduction des recettes budgétaires et une augmentation substantielle des besoins de financement.

Quels premiers enseignements peut-on tirer de la transmission de la crise aux économies émergentes ?

- **Une première caractéristique marquante de la crise actuelle est qu'elle touche tous les pays, y compris ceux qui disposaient d'importantes réserves de change.** Partant de l'expérience des crises précédentes, et en particulier de la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt dix, de nombreux pays émergents avaient accumulé d'importantes réserves de change. Ces réserves étaient perçues comme une assurance contre toute forme de retournement des flux internationaux de capitaux et, dans une certaine mesure aussi, comme une garantie d'indépendance vis-à-vis du FMI. Pourtant, la crise actuelle a aussi affecté ces pays, telles la Russie ou la Corée du Sud.

- **En second lieu, cette crise de liquidité a mis en évidence la nécessité de réformer le cadre collectif de gestion des crises,** et en particulier d'organiser la fourniture de liquidité, en l'absence de prêteur international en dernier ressort. Les autorités publiques ont dû répondre dans l'urgence au tarissement de la liquidité privée internationale. Les initiatives bilatérales, régionales et multilatérales se sont multipliées, notamment des swaps ont été accordés par les grands émetteurs de devises internationales, la Fed et l'Eurosystème. Ensuite, un renforcement sans précédent des ressources des institutions financières internationales, dont le triplement des ressources du FMI, a été décidé par le G 20. Enfin, les instruments de prévention et d'intervention, avec par exemple l'introduction de la nouvelle facilité (flexible credit line) du FMI, ont aussi été réformés.

- **Cependant, on constate que les efforts préalables d'assainissement macroéconomique ont permis de mieux affronter la crise mondiale.** Si tous les pays émergents sont atteints par la crise, ils ne l'affrontent pas de manière analogue, et tous ne disposent pas des mêmes marges de manœuvre budgétaires et monétaires. Même si on a constaté des améliorations substantielles dans beaucoup de pays depuis la crise de 1997, les sources traditionnelles de vulnérabilité de ces pays n'ont pas pour autant disparu et elles expliquent en grande partie les différences actuelles de résilience de ces pays face à la crise. Parmi ces vulnérabilités initiales, on peut citer l'état de leur stock de dette (publique et externe), sa composition, ou encore l'état de leurs déficits (courants et publics). Les pays paraissant résister le mieux à la crise sont ceux qui sont le moins sujets à ces vulnérabilités financières et structurelles.