LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (2)

L'année 2009

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion www.christian-biales.fr

Ce site se veut évolutif. Pour cela il fait l'objet d'un enrichissement documentaire régulier.

© Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALES

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion Montpellier (France) www.Christian-Biales.fr

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi mettre un lien vers cette page

Avertissement: dans ces différents documents, les faits sont relatés en caractères « Times ».

Ce qui est écrit en caractères « baskerville » correspond à des explications « objectives » que je donne de ces faits.

Ce qui écrit en caractères « Apple Chancery » correspond à des points de vue strictement personnels.

• JANVIER 2009 ->

Le 1^{er}, la Slovaquie devient le 16^{ème} membre de la zone euro.

C'est également la date du dixième anniversaire de l'UEM.

<u>Début du mois de janvier</u> -> Dans plusieurs pays européens, de nouveaux plans de relance sont préparés pour lutter contre la récession qui s'installe : Eurostat confirme que la zone euro a connu une croissance négative à la fois au cours du trimestre avril-juin et au cours du trimestre juillet septembre et on annonce une croissance également négative pour le dernier trimestre de l'année 2008 malgré les mesures de soutien déjà prises.

Au Royaume-Uni, G. Brown est soucieux de relancer encore davantage le crédit parce que les banques restent fileuses, y compris en envisageant la création d'une banque publique qui rachèterait les actifs toxiques des banques privées, et de protéger les intérêts des épargnants et des retraités. De son côté, la Banque d'Angleterre baisse le jeudi 8 son taux directeur à 1,5% : ainsi, ce taux passe en dessous de 2%, ce qui est un cas historique puisque le taux directeur anglais n'avait jamais été inférieur à 2% depuis la création de la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire depuis 1694, c'est-à-dire depuis 315 ans!

En Allemagne, qui entre dans une période électorale chargée, A. Merkel fait une sorte de volte-face : elle décide un plan de relance sur 2 ans de 50 milliards d'euros, avec des dépenses en infrastructures et également des baisses d'impôts. Ce deuxième plan de relance allemand est non seulement plus important que le premier (il représente 2% du PIB) mais c'est aussi le plus important décidé en Europe.

En France, N. Sarkozy annonce une nouvelle aide publique en fonds propres pour les banques, d'un montant de 10,5 milliards d'euros, car comme le dit le Président de la République, « le système est simple : plus les banques ont des fonds propres, plus elles prêtent ». Il faut dire que les dernières statistiques de la Banque de France montrent toujours une grande réticence des banques françaises à faire crédit. De plus, des études montrent qu'en France, contrairement à ce qui se passe ailleurs, ce sont les PME qui souffrent le plus de la frilosité des banques (voir l'enquête de l'Association française des trésoriers d'entreprises - AFTE ainsi que les études que cite le Financial Times du 5 janvier).

Tous ces plans de relance, qui prouvent un grand activisme budgétaire, augmentent significativement les déficits et dettes publics. L'importance des déficits s'explique d'ailleurs non seulement par le gonflement du volume des dépenses pour soutenir l'activité et soulager les entreprises mais aussi par la chute des recettes qu'entraîne mécaniquement la récession. On peut en attendre pour l'avenir non seulement une réduction des marges de liberté pour les gouvernements (le déficit public français ne cesse de s'alourdir: il est de -2,7% du PIB en 2007, de -3,4% en 2008, de -7,5% en 2009), mais aussi une élévation des taux d'intérêt longs, avec des différences selon la qualité de signature (le taux à 10 ans est de 3,1% pour l'Allemagne et de 5,2% pour la Grèce). Certains observateurs craignent que l'augmentation des dettes publiques de très nombreux États, et pas des moindres, ne provoque à terme le gonflement d'une prochaine bulle financière sur les marchés obligataires (certaines estimations chiffrent le total des dettes publiques à 3 000 milliards de dollars pour 2009, soit trois fois plus qu'en 2008). D'autres estiment au contraire que les dépenses publiques viennent combler le manque de dépenses privées, qu'il ne faut donc pas en attendre une hausse préjudiciable des taux d'intérêt ni le gonflement d'une bulle, et que le soutien de l'activité n'en sera que mieux assuré. Autrement dit, en ce qui concerne le débat non seulement théorique mais également pratique sur les rôles respectifs de l'effet multiplicateur et de l'effet d'éviction, les circonstances présentes le tranchent nettement : comme nous sommes en phase à la fois de profonde récession et de trappe monétaire, la politique budgétaire est la seule à pouvoir être efficace, l'effet de multiplication peut jouer et l'effet d'éviction n'est pas à redouter. Le multiplicateur des dépenses publiques est estimé actuellement à 1,23 en France, et à un peu plus aux États-Unis. De surcroît, une question souvent posée aujourd'hui à propos des plans de relance est de savoir s'il est préférable de privilégier l'investissement ou la consommation. Certes, comme la crise aggrave les situations de précarité, il est sans doute nécessaire de prendre des mesures protectrices en faveur des ménages et des entreprises les plus fragiles, mais l'essentiel des efforts doit porter sur l'investissement public. Quatre arguments importants militent pour cela. Premièrement, une relance de la consommation a beaucoup de chances de développer autant les importations que la production nationale et donc l'emploi intérieur. Deuxièmement, dans la période d'incertitude et d'inquiétude actuelle, les ménages sont davantage incités à épargner qu'à consommer : une relance par injection de pouvoir d'achat aboutirait à gonfler cette épargne

plutôt que d'augmenter la demande. Plus généralement encore, la crise fait grimper à des sommets l'aversion des agents privés pour les risques, en particulier celui d'illiquidité, d'où des comportements fondés sur un principe de précaution exacerbé et une très forte réduction de leur endettement et de leurs dépenses. Troisièmement, le soutien de la consommation peut être assuré par le jeu des stabilisateurs automatiques : les dispositifs fiscaux et sociaux absorbent et donc atténuent les fluctuations en ayant des effets contra-cycliques. Notons que ce dernier argument est sans doute le plus faible des trois dans la mesure où, au cours de ces dernières années, non seulement les stabilisateurs traditionnels ont faibli mais où des déstabilisateurs se sont développés : la flexibilisation du marché du travail a augmenté la précarité, donc l'incertitude, et l'augmentation du poids de l'épargne salariale dans les revenus disponibles des ménages rend plus sensibles les revenus aux résultats des entreprise. Enfin, quatrième argument, des dépenses publiques consacrées à l'investissement public augmentent certes le poids du passif mais également la valeur de l'actif, ce qui est moins préjudiciable aux finances publiques et au « bilan national » que des dépenses de fonctionnement faites pour encourager la consommation.

À cela s'ajoutent des politiques monétaires accommodantes, non seulement avec les baisses de taux directeurs mais aussi avec de nombreuses et fortes injections de liquidités. Il faut en attendre pour l'avenir deux risques importants : le risque d'inflation et le risque de constitution de nouvelles bulles. Lors d'une intervention sur Radio-Classique mi mars 2009, P. Artus estime que le montant global de liquidités mondiales est actuellement d'un montant de 11 000 - 12 000 milliards de dollars : avec une somme pareille, il ne faudrait pas être étonné qu'une bulle spéculative se forme lors de la sortie de crise. La question est de savoir sur quel type d'actif se constituerait une telle bulle? Peut-être sur les matières premières...

Si bien que, concernant les politiques budgétaire et monétaire, se pose d'ores et déjà la question de leur réversibilité : quand les économies se remettront de la crise, les gouvernements auront-ils le courage de redresser les finances publiques et de porter remède au surendettement public et les banques centrales auront-elles celui de résorber les liquidités surabondantes et de faire éclater une nouvelle bulle éventuelle, au risque de contrarier le redémarrage de l'économie?

En tous les cas, pour l'heure, comme le dit P. Artus (Enjeux-Les Échos de janvier 2009), « entre éviter une catastrophe économique et financière aujourd'hui et dégrader les économies demain, les États ont arbitré ».

Les responsables économiques, les experts et les journalistes spécialisés se posent une question délicate, et vont se la poser durant de nombreuses semaines : suite aux différentes politiques menées, avec en particulier les injections massives de liquidités, et aux différents plans mis en œuvre, avec en particulier les mesures de relance, faut-il craindre pour l'avenir plutôt l'hyperinflation ou la dépression? L'hyperinflation pourrait certes arranger les finances publiques des pays développés dans la mesure où elle réduirait le poids de leur endettement qui de toute façon est appelé à prendre des proportions considérables (pour la France, plus de 70% du PIB en 2009 et plus de 80% en 2010?) et qui ne pourra pas compter suffisamment sur l'épargne des pays émergents qui, de leur côté, mettront en œuvre, pour leur développement, une logique de plus en plus introvertie. Mais l'intérêt que présenterait « la solution de l'inflation » pour l'allégement de la dette des pays de la zone euro serait particulièrement limité pour deux séries de raisons : d'une part, d'un point de vue interne, l'inflation ne serait pas de même ampleur pour les différents pays partenaires, d'où une coûteuse mise à mal de la cohésion de la zone et donc de la cohérence de la politique monétaire; d'autre part, d'un point de vue externe, si l'inflation était plus forte ailleurs que dans la zone euro, spécialement aux États-Unis, cela provoquerait une appréciation de l'euro, également coûteuse pour l'économie de la zone. De plus, de nombreux facteurs réduisent significativement la probabilité qu'il y ait à terme de l'hyperinflation. D'abord, les Banques centrales ont les moyens d'assurer une certaine réversibilité des mesures qu'elles ont prises pour décongestionner le marché interbancaire. La stratégie numéro 1 est bien sûr d'arrêter toutes les mesures prises pour éviter la déflation. Et, comme l'indiquera B. Bernanke le 21 juillet (devant le Congrès et au Wall Street Journal), la Fed peut réduire le montant des réserves des banques commerciales en monnaie centrale et elle peut surtout augmenter les taux qui rémunèrent ces réserves pour inciter les banques à ne pas se fonder sur elles pour augmenter excessivement la masse des crédits qu'elles accordent (jusqu'à maintenant, les liquidités apportées par les Banques centrales aux banques commerciales sont restées inscrites dans les comptes de réserves et n'ont pas entraîné un dérapage des masses monétaires). La Fed peut aussi utiliser les dispositifs dont elle dispose pour reprendre les liquidités excédentaires (Term Auction Facility – TAF-, Commercial Paper Funding Facility -CPFF-, Asset-Backed Commercial Paper -ABCP- et Money Market Mutual Fund Liquidity Facility -MMMFL). Si le risque inflationniste devenait réel, les Banques centrales pourraient bien évidemment augmenter leurs taux directeurs, certes avec le risque de contrarier la reprise. Ensuite, l'inflation ne peut pas sérieusement devenir une préoccupation tant que l'output gap reste important, c'est-à-dire tant qu'il y aura une sous-utilisation des capacités de production. Or, selon certains, la situation est telle aujourd'hui qu'il faudra plusieurs années pour combler l'output gap. Enfin, comme cela est déjà évoqué plus haut entre parenthèses, les statistiques monétaires montrent que l'injection de monnaie centrale dans le système bancaire et sur le marché monétaire a certes augmenté considérablement le total des bilans des banques centrales et les bases monétaires (entre l'été 2007 et fin 2009, les bilans de la Fed et de la BoE se sont alourdis de 150% et celui de la BCE de 50%) mais elle ne s'est pas traduite pour autant par un dérapage des agrégats monétaires qui sont concernés par le risque inflationniste : autrement dit, il y a une chute du multiplicateur monétaire. Dans le cas de la zone euro, le multiplicateur monétaire (M3/Base), qui a connu un pic lors de l'année 2002, a baissé légèrement mais régulièrement depuis et s'est effondré fin 2008 - début 2009.

Jeudi 15, pour faire face à la sérieuse dégradation de la situation économique, et compte tenu de la faiblesse de l'inflation (1,1% sur un an en janvier 2009, ce qui est le score le plus bas depuis juillet 1999), la BCE baisse ses taux directeurs : le taux principal passe ainsi de 2,5% à 2%, ce qui correspond au niveau le plus bas qu'elle atteint. J.-C. Trichet estime que le taux peut encore baisser mais affirme que la BCE n'ira pas jusqu'à un taux nul. Cette position s'explique sans doute par plusieurs raisons : un taux quasi-nul pénaliserait les épargnants, il ne favoriserait pas pour autant la reprise de l'activité (les dépenses privées sont assez peu élastiques au taux d'intérêt, spécialement l'investissement des entreprises comme le pensait déjà Keynes), et il inciterait des investisseurs à emprunter de l'euro bon marché et à spéculer avec. J.-C. Trichet tire vraisemblablement la leçon de la déflation japonaise. Il n'empêche que la BCE baisse ses taux alors que fin décembre son Président avait annoncé une pause : cela montre que la détérioration de la situation économique en Europe est plus rapide et surtout plus profonde que ce qui était prévu et également que la BCE a du mal à définir sa stratégie dans un tel contexte d'incertitude.

<u>Vendredi 16</u>: après avoir commencé l'année sur une semaine continue de hausse, comme pour marquer la nouvelle année, les Bourses n'enregistrent que des baisses au cours de la deuxième : Francfort baisse de 8,73%; Paris de 8,57%, Londres de 6,78%.

<u>Lundi 19</u>, la Commission européenne fait des prévisions très pessimistes sur la situation économique de la zone euro pour 2009. En particulier, elle estime que le PIB de la zone euro baisserait de 1,9%, ce qui serait bien entendu la première fois depuis la mise en place de la zone euro : belle façon pour elle de débuter sa deuxième décennie d'existence!

Concernant la France, la prévision de baisse du PIB est de 1,8%. Si cela se confirmait, cela signifierait que la récession de 2009 serait la plus forte, comparée à celles de 1975 et de 1993 qui ont été respectivement de –1% et de –0,9%. Ces mauvais chiffres pour le PIB devraient mécaniquement en entraîner d'autres, également mauvais, pour l'emploi et pour les finances publiques (le taux de chômage passerait de 7,8% en 2008 à 9,8% en 2009 et le déficit public dépasserait les 5%).

La Commission européenne prévoit -1,8% pour l'UE, -2,8% pour le Royaume-Uni, -2,3% pour l'Allemagne, -2% pour l'Espagne. Ces prévisions par pays montrent une grande disparité qui ne peut que nuire à la monnaie unique. D'autant plus que s'y ajoutent des résiliences économiques bien différentes : il n'est en effet pas sûr que tous les pays puissent profiter au même degré de l'amélioration de la situation qui suivra la crise actuelle et que des pays comme la Grèce, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal puissent sortir aisément de leurs difficultés. D'ailleurs, l'agence de notation Standard & Poor's vient de baisser la note mise à la Grèce, à l'Espagne et au Portugal, et de placer l'Irlande sous « surveillance négative ». Cela se traduit par des écarts grandissants entre les taux d'intérêt à 10 ans entre les différents pays européens : on en est à 5,8% en Grèce, 5,5% en Irlande contre 3,8% en France et 3,3% en Allemagne. Pour beaucoup, ces statistiques économiques et financières fragilisent la zone euro.

Également le 19 janvier, le Royaume-Uni décide un nouveau plan de sauvetage pour ses banques. D'ailleurs, la situation de l'économie britannique en inquiète plus d'un : certains considèrent même que « la City de Londres, c'est fini » et qu'il vaut mieux ne plus investir au Royaume-Uni. Cela ne fait qu'aggraver les sérieuses difficultés que connaît la Livre Sterling sur le marché des changes.

La situation des systèmes bancaires est partout préoccupante : les banques affichent des pertes importantes pour 2008, rechignent toujours à se prêter entre elles et restent extrêmement frileuses en matière de crédits malgré les appels au civisme économique. On peut donc se demander si les différents dispositifs mis en place—les injections de liquidités, les baisses des taux directeurs, le rachat des produits toxiques par une structure de défaisance (« bad bank », banque poubelle) financée sur fonds publics, la garantie de leurs dettes, et les recapitalisations et nationalisations—ne se soldent pas pour l'instant par un échec. Au point que les Banques centrales n'excluent pas de prolonger leur politique « quantitative » de fourniture de liquidités massives aux banques par des « opérations non conventionnelles » consistant à financer directement l'économie en contournant les banques commerciales qui se montrent trop frileuses pour octroyer des crédits. Ces opérations peuvent non seulement consister en l'achat de titres émis par les entreprises mais aussi par l'achat de titres publics, ce qui équivaut à une création monétaire au profit de l'État, par la « planche à billets ». Cette création monétaire a en définitive pour but non seulement de diminuer quelque peu l'accroissement de l'endettement public mais aussi d'empêcher que les plans de relance aient plus tard un effet d'éviction trop marqué (l'effet d'éviction est double : il y a à la fois un effet-quantité puisque les pouvoirs publics peuvent assécher le marché des capitaux et un effet-prix dans la mesure où l'endettement public pousse à la hausse les taux à long terme).

- À propos des « mesures non conventionnelles » de politique monétaire, il convient de faire un certain nombre de remarques :
- 1) Par « mesures non conventionnelles », il faut entendre « mesures exceptionnelles » qui sont rendues nécessaires par des circonstances elles-mêmes exceptionnelles, ce qui les rend par définition temporaires, puisqu'elles doivent être abandonnées dès que la situation n'est plus critique.
- 2) Ces mesures consistent essentiellement en la fourniture de liquidités aux banques commerciales par la Banque centrale parce que le marché interbancaire ne fonctionne plus, à cause de la crise défiance entre elles.
- 3) Les mesures non conventionnelles sont prises en fonction du principe de séparation en vertu duquel elles sont décidées indépendamment du maniement du taux d'intérêt directeur, qui reste le levier fondamental de la politique monétaire. Cependant, de telles mesures peuvent être prises dans deux contextes un peu différents : soit le taux directeur est à son niveau plancher et l'intervention de la Banque centrale ne peut prendre alors la forme que de mesures exceptionnelles, soit le taux directeur n'est pas—encore- à son niveau plancher mais des mesures exceptionnelles sont nécessaires pour débloquer les canaux de transmission de la politique monétaire lorsque ceux-ci dysfonctionnent. Or on sait que deux types de marchés, qui sont gravement affectés par la crise actuelle, jouent un rôle déterminant dans ces canaux de transmission : le marché monétaire et le marché des emprunts d'État. Quand on est dans le premier cas de figure, le bilan de la Banque centrale voit son bilan s'accroître beaucoup plus que dans le second où les mesures non conventionnelles accompagnent les mesures conventionnelles. Les États-Unis et le Royaume-Uni sont plutôt dans le premier contexte tandis que la zone euro est plutôt dans le second.
- 4) Dans le cas de la zone euro et lors de la crise financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, ces mesures non conventionnelles sont appelées « politique de soutien renforcé du crédit » ou « enhanced credit support policy » —ECSP- et elles seront appelées lors de la crise des dettes souveraines « programme pour le marché des titres » ou « securities market programme » SMP. Le ECSP et le SMP fonctionnent de la même façon mais le ECSP a pour but d'éviter l'asphyxie du marché interbancaire tandis que le SMP doit assurer la liquidité du marché des titres publics.

Sur les marchés boursiers, la <u>troisième semaine</u> du mois de janvier se termine dans le rouge : le CAC 40 passe sous la barre des 2900 points en baissant globalement de 5,56%. Les autres Bourses baissent aussi beaucoup : le DAX de 4,29%, le Footsie de 2,28%, le Dow Jones de 1,24%, le Nasdaq de 2,29% et le Nikkei de 5,89%.

<u>28 janvier</u>: comme elle n'a plus la possibilité de baisser encore ses taux, la Fed propose des mesures exceptionnelles pour empêcher l'économie américaine de s'effondrer : elle se dit prête à acheter la dette du Trésor. Cela faciliterait en particulier le financement des 819 milliards de dollars du « plan de relance et de réinvestissement américain » de B. Obama que la Chambre des Représentants a approuvé ce même jour.

Sur les places boursières, la dernière semaine de janvier enregistre des gains qui traduisent l'espoir des investisseurs dans l'efficacité des actions des gouvernements et des Banques centrales : +4,38% pour le CAC40, +2,40% pour le Footsie, +3,81% pour le DAX ; mais -0,95% pour le Dow Jones.

• Février 2009

<u>Le 2</u>, le Premier ministre français François Fillon présente le détail du plan de relance de 26 milliards d'euros annoncé par le Président de la République début décembre et définitivement adopté par le Parlement il y a une semaine : 1 000 projets différents sont programmés et concernent 4 types d'actions : des investissements publics au sens traditionnel (des infrastructures, les sites de l'opération Campus, rénovations de bâtiments publics), le soutien à l'investissement par l'intermédiaire de mesures en faveur des collectivités territoriales, le soutien à l'emploi et aux territoires en difficulté (mesures en faveur des PME, aides aux bassins d'emploi où le chômage est important), des mesures en faveur du logement et de la solidarité (aides à la construction et à l'accession sociale à la propriété, à la rénovation urbaine et à l'amélioration de la qualité du parc d'hébergement; création d'une Prime de solidarité active –PSA).

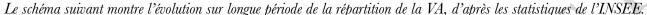
Les 3/4 des crédits ouverts pour ces 1 000 projets devront être utilisés en 2009. Mais il se peut que leurs effets macroéconomiques ne se fassent sentir qu'en 2010 et peut-être même plus tard à cause des délais de mise en œuvre : il n'est donc pas certain que le risque de spirale déflationniste soit évité. Surtout que le montant du plan apparaît à beaucoup comme insuffisant : selon certains, il faudrait un plan de l'ordre de 3% du PIB (2% de croissance annuelle de référence actuelle + 1% de contraction attendue en 2009 à cause de la crise), soit d'environ 60 milliards d'euros.

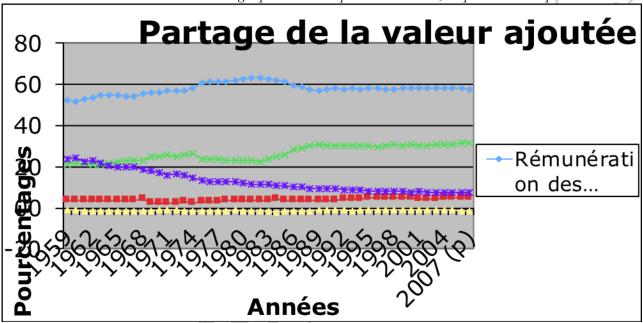
Le 5.

- La BCE laisse inchangé son taux directeur alors que la BoE baisse le sien à 1%. J.-C. Trichet, tout en réaffirmant son opposition à la stratégie du taux 0, laisse entendre que mars pourrait voir cependant une nouvelle baisse.

- Lors d'une émission télévisée, le Président Sarkozy complète le plan de relance économique par un plan de soutien social, en renvoyant l'étude des mesures concrètes à un rendez-vous avec les partenaires sociaux fixé au 18 février. Le 1,4 milliard d'euros que devraient rapporter en 2009 les prêts faits aux banques servirait à financer ces mesures. En ce qui concerne la nature des mesures, N. Sarkozy a proposé des pistes en prévision de la rencontre du 18. On relève en particulier la suppression de la taxe professionnelle, évoquée depuis longtemps parce qu'elle handicape les entreprises qui investissent. Il y a aussi la suppression de la 1ère tranche d'imposition des revenus, la suppression du 2ème acompte provisionnel, une augmentation des allocations familiales, une amélioration de l'indemnisation du chômage partiel et de celle des jeunes chômeurs, et une règle pour la répartition du profit : 1/3 pour les actionnaires, 1/3 pour les salariés et 1/3 pour l'autofinancement de l'entreprise.

Évoquer la répartition des bénéfices de l'entreprise remet indirectement sur le tapis la question qui alimente de manière récurrente les revendications sociales et les oppositions politiques, celle du partage de la valeur ajoutée, essentiellement entre le facteur travail et le facteur capital.





La part des profits dans la valeur ajoutée est donc un peu supérieure à 30%. Et elle est relativement stable depuis plusieurs années, ce qui n'est pas le cas dans de nombreux autres pays : selon Eurostat, entre 2000 et 2007, elle est par exemple passée de 26,1% à 29,3% aux États-Unis, de 33,8% à 35,2% au Royaume-Uni, de 36,3% à 41,4% en Allemagne, et de 37,6% à 39,3% en moyenne dans la zone euro. Selon le rapport du Directeur général de l'INSEE, J.-P. Cotis, publié en mai 2009, le partage du profit des sociétés non financières s'est fait de la manière suivante en 2007, en prenant comme définition du profit la somme de l'excédent brut d'exploitation -restreint à l'épargne de l'entreprise et aux revenus distribués, compte non tenu par conséquent des intérêts ni de l'impôts sur les sociétés- et de l'épargne salariale (intéressement, participation, abondements) : 7% pour l'épargne salariale, donc pour les salariés, 36% pour les actionnaires, et 57% pour la capacité d'autofinancement. Le rapport produit aussi un graphique faisant apparaître l'évolution de ces différentes masses sur longue période 1990-2007 : la capacité d'autofinancement diminue régulièrement pour passer de 75% à 57% (d'où une augmentation corrélative de l'endettement), au profit de l'épargne salariale, un peu, et des dividendes, beaucoup plus.

À la fin de la première semaine de février, les places boursières confirment leur reprise de la dernière semaine de janvier : les hausses sont de 5,01% pour le CAC 40 qui monte au-delà des 3100 points, de 3,43% pour le Footsie et de 7,06% pour le DAX.

<u>Le 10</u>, le nouveau Secrétaire au Trésor américain, Timothy Geithner, présente une nouvelle version du TARP, c'est-à-dire du plan de sauvetage bancaire établi en octobre 2008 par son prédécesseur Henry Paulson. Le coût global prévu serait supérieur à 2 000 milliards de dollars, autrement dit entre près de 3 fois le montant initialement prévu. Ce plan est donc plus ambitieux. Il est également plus complet puisqu'il utilise plusieurs leviers : décharge des bilans des banques de leurs actifs toxiques par l'intermédiaire d'une « bad bank » ; réinjection de capital dans les bilans bancaires ; relance des crédits à la consommation et aux

entreprises par l'extension du Talf (Term asset-backed securities loan facility); et surtout, garantie des prêts immobiliers hypothécaires pour les ménages endettés, de manière à empêcher les saisies immobilières, car c'est bien là l'origine de la crise. De nouvelles normes de transparence et de régulation vont accompagner ce nouveau plan. Il n'empêche que la Bourse de New-York termine sa séance en baisse (le Dow Jones de 4,62 % et le Nasdag de 4,20 %)...

En Europe, la Commission dit ses préoccupations que lui inspire le plan français d'aide au secteur automobile annoncé la veille pour un montant total de 7,8 milliards d'euros, car ce plan pourrait trahir un comportement protectionniste.

Le 15, suite au compromis adopté à al fin de la semaine précédente par le Congrès, le Président Obama promulgue « son » plan de relance pour un montant final de 787 milliards de dollars, avec à la fois des investissements en infrastructures et des allègements fiscaux pour relancer la consommation et l'activité, et par conséquent pour soutenir l'emploi.

Le 16, plusieurs monnaies d'Europe centrale sont en grande difficulté face à l'euro. Par exemple, le forint hongrois est à son plus bas historique. Il en est presque de même pour la monnaie roumaine.

Devant le Parlement européen, le Président de la BCE estime qu'il faut renforcer la supervision financière, pas seulement pour les pays émergents et en développement mais aussi pour les pays développés. « La crise nous donne une dure lecon qui est que les économies industrielles ont aussi besoin de surveillance, et de fait d'une surveillance rigoureuse. Toutes les institutions et forums internationaux devraient réfléchir sur les moyens de renforcer leur surveillance et son efficacité à précipiter les adaptations nécessaires ».

Par ailleurs, selon des sondages et enquêtes auprès des opérateurs sur le marché monétaire européen, les spreads, c'est-à-dire des écarts entre les taux interbancaires de l'Euribor et de l'Eonia, qui mesurent la propension des banques à se prêtre entre elles, restent importants et il faudra au moins une bonne année pour qu'ils retrouvent un niveau considéré comme normal.

Le 17, à New York, le pétrole (light sweet crude) passe à nouveau sous les 35\$.

Le 18, la Commission européenne lance la première étape de procédures pour déficits excessifs contre six pays, dont la France et l'Espagne, en raison du dérapage de leurs finances publiques provoqué par la crise économique. Le gouvernement français reconnaissait certes quelques jours auparavant que le déficit dépasserait forcément 4,4% du PIB en 2009 mais il considère que la décision de Bruxelles est excessive à un moment où il est demandé aux États de combattre vigoureusement la crise. De son côté, J.-C. Trichet approuve Bruxelles.

Le même jour, le « sommet social » qui se tient à l'Elysée se conclut sur un plan d'aides publiques de 2,65 milliards d'euros, ce qui double pratiquement le montant envisagé le 5 de ce mois. Et cela ne peut qu'aggraver encore davantage le déficit...

Le même jour aussi, aux États-Unis, le Président Obama annonce que 75 milliards de dollars vont être consacrés à aider directement les 9 millions de ménages qui ont du mal à rembourser leurs prêts immobiliers.

Et également ce 18 février est signé un accord entre la justice américaine et la banque géante suisse UBS pour que celle-ci communique au fisc américain le nom d'environ 250 clients qui auraient fraudé. C'est non seulement une première brèche dans le secret bancaire suisse (quelques jours plus tard, la justice américaine va plus loin en exigeant la communication du nom de 55 000 clients qui seraient titulaires de « comptes secrets illégaux »), mais c'est aussi l'amorce d'une lutte contre les paradis fiscaux. Les Européens semblent eux-mêmes davantage déterminés sur ce dossier difficile.

Le 20, conférence de presse de J.-C. Trichet à Paris. Pour lui, la BCE est « une ancre de stabilité dans un environnement où la mer est démontée ». La preuve de l'importance de la tempête est dans la hausse des 2/3 du total du bilan de la BCE, ce qui mesure en effet l'effort consenti pour éviter que la crise de liquidité devienne systémique.

En cette fin de semaine, les Bourses s'enfoncent dans la crise baissière : le CAC 40 perd 8,25% (il est à 2 750 points), le DAX 9,03%, le Footsie 7,17%, le Dow Jones 7,15% et le Nikkei 4,67%.

Le 22, réunion à Berlin du G4, c'est-à-dire des 4 pays européens qui font partie du G20 (Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie), auxquels se sont ajoutés l'Espagne et les Pays-Bas, la présidence tchèque, le Président de la BCE, celui de la Commission européenne et celui de l'Eurogroupe. Cette réunion a à son ordre du jour la préparation de la réunion du G20 prévue à Londres le 2 avril mais elle est contrainte, par l'actualité, d'évoguer aussi les difficultés économiques et financières de plusieurs pays de l'Europe centrale et orientale (en particulier, la Lettonie est au bord de la faillite, et la Hongrie et la Roumanie sont en grande difficulté). Ces difficultés peuvent avoir de négatives répercussions non seulement sur l'euro mais aussi sur la situation des banques de l'Europe de l'Ouest qui ont d'importants engagements dans ces pays. D'ailleurs, les pays réunis à Berlin font la proposition, dans l'optique du prochain G20, de doubler les ressources du FMI pour que celui-ci soit davantage en mesure d'aider les pays en difficulté. D'ores et déjà, la BERD, la BEI et la Banque mondiale décident d'aider les pays de l'Europe de l'Est.

Le 23, la Bourse de New York tombe à son plus bas niveau depuis 12 ans...

La dernière semaine du mois se termine par une confirmation de la crise boursière : le CAC 40 perd 1,75% en cotant 2702 points, le DAX 4,26%, le Footsie 1,52%, le Dow Jones 4,11%; seul le Nikkei finit la semaine en hausse, + 2,05%. La dépression des Bourses s'explique non seulement par les risques de déflation mais aussi par le fait que la crise financière est elle-même loin d'être terminée : le FMI estime à 2 200 milliards de dollars le coût total pour le système financier, sachant que seulement 800 ont été révélés à ce jour...

• Mars 2009 ->

<u>1er mars</u>: réunion à Bruxelles des chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE. À défaut de pouvoir se mettre d'accord sur un plan de soutien concerté pour se porter au secours des pays de l'Europe de l'Est en difficulté, les États membres de l'UE envisagent d'accélérer l'entrée de ces pays dans la zone euro de façon à ce qu'ils soient protégés par la monnaie unique. Si cette position traduit donc un changement de point de vue assez radical, il subsiste malgré tout des oppositions entre les Européens, et spécialement entre la France et l'Allemagne, sur la question de l'intérêt à revoir, à l'occasion de la crise actuelle, les critères d'entrée dans la zone euro. Tout cela conduit à se poser la double question pratique de la cohésion de la zone euro, à court terme, et de sa viabilité, à long terme, et une question davantage analytique : la zone euro protége-t-elle effectivement les pays qui en font partie ? La réponse que l'on peut faire à cette question est paradoxale. La protection qu'assure la zone euro peut avoir des effets pervers supérieurs aux avantages recherchés : comme l'écrit J.-P. Petit (Expansion n°739 de mars 2009), « l'euro a trop protégé les pays, il a désarmé l'esprit de réforme, favorisé des bulles de dettes et d'actifs par la baisse généralisée des taux longs, au détriment de la croissance à long terme. À force de favoriser la croissance artificielle de la demande intérieure, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande, Italie, etc. ont massivement accru les déficits extérieurs, et, aucune sanction n'étant possible par la voie du change, ce sont les marchés de taux qui ont été frappés ». En ce qui concerne les pays baltes (Lituanie, Estonie, Lettonie), leur entrée dans la zone euro devient de plus en plus problématique : le système de change MCE2 mais avec des règles encore plus contraignantes (celles du currency board pour les deux premières et de l'ancrage pour la troisième), font que leur adoption de l'euro est à la fois de plus en plus souhaitée et de plus en plus difficile. L'impossibilité de dévaluer prive ces pays d'une politique qui pourrait leur être utile pour diminuer la gravité des problèmes qu'ils rencontrent à l'occasion de la crise et qui les éloignent des critères d'adhésion.

De même que la crise actuelle met à mal la cohésion de la zone euro, elle rend de plus en plus hasardeux l'élargissement de l'UE aux pays des Balkans candidats, officiels et potentiels.

2 mars: le Dow Jones passe sous la barre des 7 000 points. Quand on se rappelle que cet indice dépassait pour la 1ère fois le seuil des 4 000 points en 1995 et que le PIB américain a progressé depuis, en dollars courants, de 95%, l'indice devrait afficher actuellement une valeur environ de 7 800 points, ce qui est en définitive guère supérieur au niveau actuel. La conclusion qu'en tire par exemple M. Hutchinson (Le Monde du 5 mars 2009) est que « la période 1996-2007 ne serait finalement qu'une très longue bulle ».

4 mars : le gouvernement français présente une version rectifiée de son budget pour 2009, suite à des prévisions encore plus pessimistes pour l'évolution du PIB et donc de ses recettes fiscales ainsi que de ses charges : le déficit devrait atteindre 5,6% du PIB, d'où une augmentation de la dette qui pourrait atteindre 74% à la fin de cette année et s'approcher de 78% à la fin de l'année prochaine.

5 mars : la BCE baisse à nouveau ses taux directeurs pour inciter encore davantage les banques à octroyer des crédits. Le Refi passe à 1,5%, ce qui correspond à un plus bas historique. La BCE revoit à la baisse ses prévisions d'évolution du PIB pour l'année 2009, en passant de -0,5% à -2,7%. Par ailleurs, le Président de la BCE aborde plusieurs points significatifs de la gravité de la crise : il annonce pratiquement une poursuite de la baisse des taux directeurs, il reconnaît que sont étudiées des mesures « non conventionnelles » ou « atypiques », ce qui signifie concrètement que n'est pas écartée la possibilité de faire fonctionner comme en Angleterre la « planche à billets » pour racheter des emprunts étatiques et des obligations d'entreprises, et il confirme que les Banques centrales de la zone euro n'ont pas été remboursées par 5 banques en faillite, dont Lehman Brothers, des crédits qui leur avaient été accordés pour une somme de 10,3 milliards d'euros.

La BoE baisse également son taux de refinancement d'un demi-point, à 0,5%.

<u>6 mars</u>: au sein des sociétés financières, la crise financière ne met pas à mal seulement les banques, les entreprises d'assurances sont également touchées, surtout suite à la débâcle d'AIG (qui sera finalement démantelée). La ministre française de l'économie n'exclut pas une aide publique pour ces entreprises si leur situation faisait courir un risque systémique.

En la <u>fin de cette première semaine</u> de mars, les places boursières continuent à s'enfoncer : le CAC 40 baisse de 6,22% en cotant 2 534 points, le DAX baisse de 4,61%, le Footsie de 7,82%, le Dow Jones de 6,17% (à 6 627 points), le Nasdaq de 6,10% et le Nikkei de 5,22%.

Mais la <u>deuxième semaine</u> se termine dans l'euphorie : le CAC 40 progresse de + 6,75% (2 705 points), le DAX de 7,83%, le Footsie de 6,31%, le Dow Jones de 9,01%, le Nasdaq de 10,64% et le Nikkei de 5,52%. Étant donné la dégradation des autres indicateurs économiques, on se demande si cela peut durer...

14 mars : réunion des ministres de l'économie et des finances du G20 pour préparer le sommet du 2 avril.

<u>17 mars</u>: pour préparer le Conseil européen des 27 qui doit se tenir les 19 et 20 mars, et pour que les Européens parlent d'une même voix au G20 du 2 avril, A. Merkel et N. Sarkozy écrivent dans une lettre commune que « la première priorité est de bâtir une nouvelle architecture financière internationale » et qu'ils sont « déterminés à obtenir des résultats au sommet de Londres pour le renforcement de la régulation financière internationale ».

En ce milieu du mois de mars, les premiers résultats financiers des grandes banques pour 2009 commencent à tomber. Après une année 2008 très mauvaise, il semble que la situation se soit nettement améliorée : de nombreux établissements enregistrent à nouveau des résultats positifs pour leurs activités de marchés. De plus, comme les taux de crédit sont assez élevés mais que le coût du refinancement est très faible, cela participe au rétablissement des marges bénéficiaires des banques. Mais les experts n'en déduisent pas pour autant que le système bancaire est sauvé et que la crise financière est finie. Trop d'incertitudes demeurent. Comme le dit J. Attali (Le Monde du 19 mars 2009), « personne ne connaît la valeur des fonds propres des banques, celle de leurs actifs toxiques va de zéro à moins l'infini! ».

18 mars: comme la BoE quelques jours auparavant, la Fed prend un ensemble de « mesures non conventionnelles » d'assouplissement quantitatif en annonçant en particulier l'achat sur 6 mois d'emprunts du Trésor jusqu'à 300 milliards de dollars. Autant dire que la Banque centrale américaine va faire fonctionner la planche à billets pour faciliter le crédit par l'abaissement des taux longs. Notons que la BoJ décide ce même jour d'augmenter ses achats de bons du Trésor.

<u>La question du financement monétaire du déficit public</u> justifie ici plusieurs remarques importantes :

- Comme l'analyse Michel Aglietta (Le Monde du 21 mars 2009), « en achetant des bons du Trésor à prix constant pour créer de la monnaie centrale, les banques centrales deviennent asservies au budget de l'État, ce qui supprime de facto leur indépendance ».
 - De ce point de vue, comme la BCE se refuse à prêter ses concours aux Etats-membres, conformément au traité de Maastricht, elle préserve son indépendance.
- « L'interdiction du financement monétaire est définie à l'article 123 (1) du Traité, qui interdit à la BCE ou aux BCN des États membres d'accorder des découverts ou tout autre type de crédits aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les BCN, des instruments de leur dette est également interdite (....) L'interdiction de financement monétaire est essentielle pour faire en sorte que l'objectif principal de la politique monétaire, à savoir le maintien de la stabilité des prix, ne soit pas compromis. De plus, le financement du secteur public par la banque centrale réduit les pressions en faveur de la discipline budgétaire. » (Rapport sur la convergence, BCE, mai 2010).
- La monétisation —partielle- de la dette publique apparaît non seulement comme nécessaire pour faire face à la crise actuelle mais également souhaitable pour éviter la survenance d'une crise prochaine de surendettement. Sur cette question, il faut lire l'article d'André Grjebine paru dans Le Monde du 30 octobre 2010 (page 19).
- Le financement monétaire du déficit public prend en réalité deux voies : la voie directe des concours de la Banque centrale et la voie indirecte lorsque les banques commerciales achètent des titres publics pour se refinancer. Les banques commerciales de la zone euro le font massivement.

Le financement monétaire des déficits publics permet de s'affranchir des contraintes de la soutenabilité de la dette. La seule limite est celle de toute création monétaire : l'offre de monnaie doit rester en relation avec la demande de monnaie.

Les Bourses terminent la troisième semaine de mars sur la lancée favorable de la deuxième : le CAC 40 gagne 3,16%, le Dax 2,91%, le Footsie 2,38%, le Dow Jones 0,75%, le Nasdaq 1,8% et le Nikkei 10,39%. La meilleure santé des sociétés financière, jointe au rebond des cours de matières premières, en particulier du pétrole, est la principale explication de ces progressions boursières.

23 mars : Le nouveau secrétaire d'État au Trésor américain, Timothy Geithner, présente un plan important pour soulager les banques des leurs créances toxiques, d'origine essentiellement hypothécaire. Ce plan prévoit essentiellement la création d'une « bad bank » avec un partenariat public-privé ; il pourrait atteindre 1 000 milliards de dollars. Dès l'annonce de ce plan, Wall Street fait un bond de + 6,84%...

Ce même 23 mars, après que le Premier ministre ait dit le 13 mars ses inquiétudes sur la sûreté des actifs détenus par son pays (les réserves de la Chine représentaient en 2008 près de la moitié de son PIB, et elles ne s'arrêtent pas de progresser de manière exponentielle pendant toutes les années 2000 et 2010, en passant de presque 0 à 3000 milliards de dollars), la Banque centrale chinoise remet en cause la suprématie du dollar en souhaite que le monde choisisse une nouvelle devise de référence dont la gestion serait assurée par le FMI, une « monnaie de réserve "super souveraine" ». Il faut reconnaître que la politique monétaire de la Fed a en ce moment pour seul objectif d'empêcher l'économie domestique d'entrer en déflation, y compris en générant de l'inflation, ce qui est contraire aux intérêts de tous ceux qui, à l'étranger, détiennent des dollars. Le Président Obama répondra dès le lendemain qu'il écarte complètement une telle proposition en estimant que le dollar est très fort en ce moment et qu'il est fort parce que les États-Unis ont l'économie la plus forte et le système politique le plus stable du monde : on imagine que les raisons de l'opposition des États-Unis sont davantage d'ordre géostratégique que d'ordre monétaire. De sons côté, le FMI estime que c'est une idée intéressante mais qui concerne plutôt le long terme ; et son directeur général, Dominique Strauss-Kahn, reconnaîtra quelques semaines plus tard que, paradoxalement, cette crise qui touche d'abord et avant tout les États-Unis n'affecte pas vraiment la suprématie du dollar.

En tous les cas, la situation mondiale actuelle est marquée par une profonde dissymétrie : les États-Unis consomment trop l'équivalent de leur revenu augmenté de celui de l'Inde -, n'épargnent pas assez - le taux d'épargne des ménages américains a été souvent négatif ces dernières années - et ils importent trop, d'où au total des déficits vertigineux. La Chine ne consomme pas assez, épargne trop - pratiquement la moitié de son revenu - et elle exporte trop, d'où au total des excédents excessifs. Faisons ici une remarque historique importante concernant le développement des économies émergentes : alors qu'au cours des années 1980 et 1990, celui-ci s'est réalisé par importation d'épargne, conformément à la théorie libérale des mouvements internationaux de capitaux mais avec au bout du compte de fortes crises dans ces pays qui ont cassé leur croissance, il se fait au cours de ces années 2000 par exportation d'épargne, avec au bout du compte une forte crise... venant de la plus grande économie mondiale, celle d'un pays du Nord, les États-Unis; mais ces transferts d'épargne du Sud vers le Nord que favorise la finance globalisée restent un facteur puissant de la croissance des pays du Sud. Si bien que c'est l'épargne des Chinois qui permet aux Américains de surconsommer et les exportations chinoises alimentent le déficit extérieur américain. Notons cependant que depuis le milieu de l'année 2009 on constate d'un côté qu'en Chine une classe moyenne se développe, qui consomme davantage et épargne moins et, de l'autre, que les Américains, dont le taux d'épargne était nul avant la crise, consomment moins maintenant et ont un taux d'épargne qui dépasse les 5%, surendettement oblige. Cette double évolution a le mérite de conduire à un rééquilibrage des échanges. Beaucoup d'experts considèrent que le cours du yuan a aussi une part importante de responsabilité dans cette situation sino-américaine et qu'il faudrait réévaluer la monnaie chinoise : la Chine fait preuve d'un véritable protectionnisme monétaire et mène une stratégie absolument non coopérative (la preuve en sera donnée lors du sommet de Nankin de fin novembre 2009 entre la Chine et l'Europe qui sera un dialogue de sourds). Notons que la réévaluation du yuan aurait pour effet bénéfique non seulement de rééquilibrer les conditions de la compétitivité internationale mai aussi de renforcer le pouvoir d'achat des ménages chinois, ce qui serait un facteur supplémentaire pour substituer aux exportations la demande intérieure comme moteur principal de la croissance chinoise. Il convient cependant de remarquer, comme le font A. Brender et F. Pisani (La crise de la finance mondialisée, La Découverte, 2009), que lorsque l'on ne se contente pas de raisonner en rapportant le taux de change de PPA au taux de change courant mais que l'on tient compte également du niveau de développement relatif du pays, le yuan ne paraît pas actuellement sous-évalué. Dans une note Natixis de fin janvier, son économiste en chef Patrick Artus rejoint A. Brender et F. Pisani : il considère d'emblée que la monnaie chinoise est a priori sous-évaluée de 50%, mais que, « compte tenu de son revenu par tête, le degré de sous-évaluation réel de la Chine n'a rien d'anormal » et l'estime alors à 12%, ce qui est relativement faible. Le taux de change de la monnaie chinoise déséquilibre malgré tout les conditions mondiales de compétitivité et ce faux équilibre États-Unis/Chine n'est pas sain, et il est surtout contraire aux intérêts de l'Europe : il fait dépendre la situation de l'Europe des

stratégies économiques des États-Unis et de la Chine et il fait dépendre la valeur de l'euro des politiques de change menées pour le dollar et pour le yuan; les fluctuations de notre monnaie unique trouvent là leur principale explication. Sans parler de l'effet « désindustrialisant » qu'a la politique chinoise sur les économies occidentales. Une prise de conscience européenne est urgemment nécessaire pour que notre continent ne soit pas mis à l'écart des choix économiques et monétaires fondamentaux; mais mettre un terme à cet équilibre pernicieux nécessite une transition prudente. Signalons qu'en fonction des évolutions de ces premiers mois de 2009, les déséquilibres dont souffrent les États-Unis évoluent: alors que le taux d'épargne des ménages est déjà en train de se redresser et que le déficit commercial diminue, c'est du côté du déficit public et de l'augmentation du niveau général des prix qu'il faut anticiper les risques à venir. Indiquons pour finir cette remarque, et à nouveau à propos de l'impact de l'économie chinoise sur les déséquilibres mondiaux, que les effets seraient peut-être encore plus redoutables pour l'économie mondiale si la Chine développait de plus en plus une économie d'autosubsistance à partir des progrès de son industrie et des gains de pouvoir d'achat de sa classe moyenne. À ces effets négatifs s'ajoute de surcroît un nouveau risque: beaucoup de ménages chinois s'endettent pour acquérir leur logement et on assiste à une forte hausse des prix dans l'immobilier. Si bien que, si cela s'amplifie, la formation d'une bulle n'est pas à exclure: les autorités monétaires chinoises envisagent d'ailleurs un encadrement du crédit.

Plus fondamentalement encore, quand on réfléchit à la question de l'équilibre commercial sino-américain et à celle du change du yuan, on doit se demander si une évolution géostratégique d'une tout autre ampleur n'est pas en train de se produire : à l'accord tacite entre les deux plus grandes puissances économiques du monde (la Chine a dépassé le Japon à la faveur de 2010), succède peut-être en ce moment une sourde mais implacable rivalité. La Chine fait preuve d'une assurance de plus en plus insolente et se comporte comme si elle estimait que la domination occidentale de ces derniers siècles n'était en définitive qu'une parenthèse dans l'histoire des civilisations, et que l'heure de sa revanche avait maintenant sonné.

<u>26 mars</u>: devant la Commission des services financiers du Congrès, Timothy Geithner présente un plan de re-réglementation du système financier national. Ce plan prévoit en particulier la disparition des produits trop exotiques comme les CDS et la surveillance des nouveaux produits dérivés ainsi que des acteurs actuellement non réglementés comme les hedge funds et les fonds d'investissement. Il veut aussi que la nouvelle réglementation concerne en priorité les établissements financiers les plus importants puisque ce sont eux qui peuvent faire le plus de dégâts.

Les Bourses, en cette <u>dernière semaine de mars</u> confirment leur rebond : le CAC 40 gagne 1,77%, le Dax 3,31%, le Footsie 1,46%, le Dow Jones 6,84%, le Nasdaq 6,03% et le Nikkei 8,57%.

En fin de ce mois de mars 2009, la <u>Banque mondiale</u> publie les statistiques suivantes (variation annuelle en pourcentage, sauf pour les taux d'intérêt et pour le prix du pétrole), qui expriment non seulement les valeurs de 2006, les estimations pour 2007 mais aussi les prévisions pour les années 2008 à 2010. Pour une mise à jour régulière de ce tableau, consulter la page Internet à l'adresse : http://go.worldbank.org/I8JETU74T0.

					2006	2007e	2008p	2009p	2010p
Situation me									
Volume du commerce mondial					9,8	7,5	6,2	-2.1	6,0
Prix à la cor	nsommation								
		Pays du G7 ^{a,t}	,		2,2	1,7	3,3	1,6	1,8
		États-Unis			3,3	2,6	4,5	2,5	2,8
Prix des pro	duits de base (en dollars)							
		Produits de b	ase autres que	le pétrole	29,1	17,0	22,4	-23,2	-4,3
Prix du nétr	ole (USD/baril)¢			64,3	71,1	101,2	74,5	75,8
TIIX du Deu	CIC (CISIS) CAIN		le (% de varia	tion)	20,4	10,6	42,3	-26,4	1,8
XI alama anaite	ing day own out				1,6	5,5	9,0	2,1	1,3
Taux d'inté	aire des exporta	tuons de brodi	nts manuracu	res	1,0	2,0	,,,,	2,.	1,0
raux u mie	I	S, à 6 mois (V4)		5,2	5,3	3,3	1,9	2,5
		€, à 6 mois (3,1	4,3	4,9	3,8	4,2
		e, a o mois (/0)		3,1	رو۳	7,7	3,0	7,2
Croissance	réelle du PIB '								
Monde					4,0	3,7	2,5	0,9	3,0
	Pour mémoir	e : Monde (po	ndérations PE	PA)f	5,0	4,9	3,6	1,9	3,9
	Pays à rever			i i	3,0	2,6	1,3	-0,1	2,0
			Membres de	l'OCDE	2,9	2,4	1,2	-0,3	1,9
			Zone euro		2,9	2,6	1,1	-0,6	1,6
			Japon		2,4	2,1	0,5	-0,1	1,5
			États-Unis		2,8	2,0	1,4	-0,5	2,0
			Non membre	s de l'OCDE	5,5	5,6	4,3	3,1	5,3
	Pays en déve	eloppement			7,7	7,9	6,3	4,5	6,1
			Asie de l'Est	et Pacifique	10,1	10,5	8,5	6,7	7,8
				Chine	11,6	11,9	9,4	7,5	8,5
				Indonésie	5,5	6,3	6,0	4,4	6,0
				Thaïlande	5,1	4,8	4,6	3,6	5,0
			Europe et As	ie centrale	7,5	7,1	5,3	2,7	5,0
			•	Pologne	6,2	6,6	5,4	4,0	4,7
				Russie	7,4	8,1	6,0	3,0	5,0
				Turquie	6,9	4,6	3.0	1,7	4,9
			Amérique lat	ine et Caraïbes	5,6	5,7	4,4	2,1	4,0
				Argentine	8,5	8,7	6,6	1,5	4,0
				Brésil	3,8	5,4	5,2	2,8	4,6
				Mexique	4,9	3,2	2,0	1,1	3,1
			Moyen-Orier	nt et Afrique du	5,3	5,8	5,8	3,9	5,2
				Algérie	1,8	3,1	4,9	3,8	5,4
				Égypte	6,8	7,1	7,2	4,5	6,0
				Iran	5,9	7,8	5,6	3,5	4,2
			Asie du Sud		9,0	8,4	6,3	5,4	7,2
				Bangladesh	6,6	6,4	6,2	5,7	6,2
				Inde	9,7	9,0	6,3	5,8	7,7
				Pakistan	6,2	6,0	6,0	3,0	4,5
			Afrique subs	aharienne	5,9	6,3	5,4	4,6	5,8
				Kenya	6,1	7,1	3,3	3,7	5,9
				Nigéria	5,2	6,5	6,3	5,8	6,2
				Afrique du Suc	5,4	5,1	3,4	2,8	4,4
Pour mémo	ire								
	Pays en déve	loppement							
			i des pays en t	ransition	7,8	7,9	6,3	4,6	6,2
		À l'exclusion	de la Chine e	et de l'Inde	6,0	6,1	5,0		4,7

• Avril 2009 ->

<u>Jeudi 2 avril</u>: La BCE abaisse à nouveau son taux directeur à 1,25%, donc d'un quart de point alors que beaucoup pensaient que la baisse atteindrait un demi-point. J.-C. Trichet précise que la discussion sur d'éventuelles mesures non conventionnelles est reportée à la prochaine réunion du conseil monétaire.

Jeudi 2 avril aussi, et surtout : réunion du G20 à Londres.

Dès le 3 avril, on peut lire sur le site Internet du Premier ministre français :

« Le sommet du G20 a posé le 2 avril les jalons d'un nouvel ordre économique mondial, s'appuyant notamment sur des nouvelles ressources accordées au FMI pour lutter contre la crise et la constitution de listes visant à identifier les paradis fiscaux. Les mesures décidées à Londres vont renforcer la cohérence des régulations nationales et le cadre des critères financiers internationaux, décourageant les prises de risques excessives. Le président de la République, Nicolas Sarkozy, s'est déclaré "heureux" que ce sommet soit allé "au-delà de ce que nous pouvions imaginer". Faisant valoir que "le G20 s'engage pour une nouvelle régulation financière internationale que la France avait appelée de ses voeux", le Premier ministre, François Fillon, a souligné dans un communiqué "l'ampleur exceptionnelle des plans de relance que les pays du G20 s'engagent à mettre en oeuvre sans délais". "La France a toujours considéré que la régulation financière et la relance économique doivent aller de pair : sans retour de la confiance dans les banques et le système financier, il ne peut y avoir de reprise durable de l'économie", insiste le chef du Gouvernement. "Enfin, ajoute-t-il, le G20 envoie un message sans ambiguïté sur la volonté de la communauté internationale d'aider les pays confrontés à des crises financières et les pays les plus pauvres touchés par la crise."

Extraits du communiqué final du G20

"Nous faisons face au plus grand défi des temps modernes posé à l'économie mondiale. Une crise qui s'est aggravée depuis notre dernière rencontre, qui touche les vies de femmes, d'hommes, et d'enfants dans tous les pays et face à laquelle tous les pays doivent s'unir pour la résoudre. Une crise mondiale demande une solution mondiale", insiste le communiqué final du G20 publié le 2 avril à l'issue du sommet.

"Nous partons du principe que la prospérité est indivisible, que la croissance pour être durable doit être partagée (...). Nous pensons que la seule fondation sûre d'une mondialisation soutenable et de l'augmentation de la prospérité pour tous est une économie ouverte fondée sur le principe de marché, une régulation efficace et des institutions mondiales solides."

"Nous nous sommes engagés aujourd'hui à faire tout ce qui est nécessaire pour :

- 1- rétablir la confiance, la croissance et l'emploi ;
- 2- réparer le système financier pour rétablir le crédit ;
- 3- renforcer la régulation financière pour maintenir la confiance ;
- 4- financer et réformer nos institutions financières pour surmonter cette crise et en empêcher d'autres ;
- 5- promouvoir le commerce mondial et l'investissement et rejeter le protectionnisme ;
- 6- bâtir une reprise écologique et soutenable."

Triplement des ressources du FMI

Pour "affronter le plus grand défi auquel fait face l'économie mondiale dans les temps modernes", le G20 a décidé de tripler les ressources du Fonds monétaire international (FMI) à 750 milliards de dollars, d'autoriser le Fonds à émettre des droits de tirages spéciaux (DTS) pour 250 milliards de dollars et à vendre de l'or [le FMI a l'autorisation de vendre plus de 400 tonnes sur les 3217 qu'il possède].

Au total, ces mesures représentent une somme de 1 100 milliards de dollars et constituent, selon le directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, "le plus grand plan de relance coordonné jamais décidé".

L'ensemble des mesures prises à ce jour par les pays du G20 devrait permettre d'injecter 5 000 milliards de dollars dans l'économie mondiale d'ici à la fin 2010, selon le Premier ministre britannique, Gordon Brown, hôte du sommet. Selon lui, la réunion marque la naissance d'un "nouvel ordre mondial".

Renforcement de la supervision du système bancaire et de la régulation financière

"La confiance ne sera pas restaurée tant que nous n'aurons pas ramené la confiance dans notre système financier", insiste le communiqué final du G20.

- 1- Le G20 va renforcer la cohérence des régulations nationales et le cadre des critères financiers internationaux, notamment pour "décourager les prises de risques excessives".
- 2- Les règles comptables vont être améliorées et les agences de notation seront mieux encadrées, notamment pour éviter "d'inacceptables conflits d'intérêt".
- 3- Pour les agences de notation financières, un code bonne conduite les obligera à la transparence.
- 4- Les "hedge funds" (fonds spéculatifs) seront désormais réglementés et soumis à une immatriculation obligatoire.
- 5- Le G20 va mettre en oeuvre de nouvelles règles exigeantes sur la rémunération des banquiers et sur les salaires et bonus des dirigeants des établissements financiers. Il prendra des mesures, quand la reprise sera assurée, pour améliorer le capital des banques.
- 6- Les banques dont les traders "auront des politiques risquées en supporteront le prix en termes d'exigences en capital", a insisté Nicolas Sarkozy.

Les ministres des Finances devront fournir un rapport sur la mise en oeuvre de ces décisions lors de leur prochaine réunion de novembre en Ecosse.

Lutte contre les paradis fiscaux

Le G20 va agir contre les juridictions non coopératives, dont les paradis fiscaux. "L'ère du secret bancaire est terminée", insiste le communiqué final.

L'OCDE a publié dans la soirée deux listes de paradis fiscaux :

- 1- une liste noire qui compte le Costa Rica, la Malaisie, les Philippines et l'Uruguay. Cette liste inclut les pays qui ne se sont jamais engagés à respecter les standards internationaux, a précisé l'Organisation de coopération et de développement économiques sur son site internet;
- 2- une deuxième liste incluant 38 pays, dont le Liechtenstein, les Pays-Bas, la Suisse, le Luxembourg, la Belgique ou Monaco, recense les Etats qui se sont engagés à respecter les règles de l'OCDE mais ne les ont pas "substantiellement" appliquées, selon l'OCDE.

Les sanctions applicables aux pays récalcitrants seront détaillées lors du prochain sommet du G20 en septembre à New York.

Renforcement des institutions financières mondiales

Outre le renforcement de leurs moyens, le G20 veut "réformer le mandat, le champ d'action et la gouvernance" de ces institutions comme le FMI ou la Banque mondiale, et promet de terminer d'ici à janvier 2011 une révision des quotas du FMI. Les dirigeants de ces institutions seront désignés de manière "ouverte, transparente et basée sur le mérite".

Résister au protectionnisme

Le G20 réaffirme qu'il « s'empêchera d'élever de nouvelles barrières » protectionnistes, cela jusqu'à la fin 2010, et reste engagé à « atteindre une conclusion ambitieuse et équilibrée » du cycle de développement de Doha.

Une reprise juste et durable pour tous

Le G20 reconnaît « l'impact disproportionné sur les personnes vulnérables dans les pays les plus pauvres », « la dimension humaine de cette crise" et s'engage à fournir des ressources supplémentaires. Il s'engage à faire autant que possible que la reprise soit écologique ».

Il apparaît que le FMI est appelé à devenir la pièce maîtresse de la nouvelle architecture financière mondiale. Non seulement parce qu'il va être au centre des mesures de soutien à la demande mondiale, mais aussi parce qu'on lui donne les moyens d'être le gendarme de la finance mondiale et la vigie des équilibres macroéconomiques pour prévenir les crises. Il est prévu que la réforme des droits de vote au FMI soit achevée d'ici à janvier 2011. Le FMI va partager le rôle de surveillance et de supervision avec le Conseil de stabilité financière (CSF) qui remplace le Forum de stabilité financière (FSF), créé en 1999 après la crise asiatique des années 97-98. Le CSF bénéficie d'un double élargissement du mandat qu'avait le FSF : d'une part il regroupera toutes les autorités nationales des pays du G20 contribuant à la stabilité financière, et d'autre part sa mission sera de surveiller toutes les institutions financières, les marchés et les produits, y compris les hedge funds, les places off shore et les paradis fiscaux, qui ont une importance systémique, c'est-à-dire dont la faillite pourrait entraîner l'effondrement de tout le système.

En ce qui concerne les paradis fiscaux, l'OCDE utilise 4 critères de définition : des impôts insignifiants ou inexistants, l'absence de transparence sur le régime fiscal, l'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres Etats et le fait d'attirer des sociétés écrans ayant une activité fictive. Pour Mario Draghi, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, et chef du tout nouveau Conseil de stabilité monétaire, l'impact des paradis fiscaux et des primes, bonus et autres stock-options est important sur la crise ; il pense d'ailleurs pouvoir réformer rapidement le système des rémunérations des managers en liant celles-ci aux risques pris et aux résultats obtenus et en revoyant les mécanismes de gouvernance.

En ce qui concerne les plans de relance engagés par les différents pays, le G20 estime leur montant total à 5 000 milliards de dollars.

Rappelons que les mesures de soutien décidées par le G20 sont chiffrées à 1 100 milliards de dollars.

La question inévitable qui se pose est celle du financement de ces plans de relance et de soutien; et la réponse non moins inévitable est que ce sont les contribuables-citoyens qui paieront, par leurs impôts et par l'inflation que risquent d'entraîner à terme les injections successives et massives de liquidités et le fonctionnement répété de la « planche à billets »...

Parmi les mesures décidées, il faut noter aussi l'obligation faite aux banques de conserver dans leur bilan 5% des actifs qu'elles titrisent et leur hors-bilan sera pris en compte dans le calcul des ratios de fonds propres.

Il faut également souligner que ce même jeudi 2 avril, le FASB (Financial Accounting Standards Board), qui fixe les règles comptables aux États-Unis, assouplit de manière unilatérale le principe du « mark to market » qui apparaît comme ayant des effets pervers procycliques. Plus précisément, le FASB permet aux banques de ne pas appliquer la valeur de marché dans leur bilan quand le marché est inactif ou qu'il est en situation de détresse.

Remarque : deux positions seront exprimées fin août 2009 sur la valeur de marché (ou « juste valeur » ou encore « fair value »):

D'abord, la position exprimée par Christine Lagarde, ministre française des finances, dans une lettre adressée à la Commission européenne, où elle demande que cette méthode comptable ait un domaine d'application plus limité, où elle regrette que l'IASB ait pris le mois précédent des dispositions très éloignées des instructions du G20 et où, par conséquent elle estime nécessaire une réforme de la gouvernance de l'IASB. Notons que Madame Lagarde réitèrera ses critiques à l'encontre de l'IASB à l'occasion de la réunion des ministres des finances des 27 à Bruxelles le 2 septembre : selon elle, il faut « faire plier l'IASB ».

Ensuite, le Comité de Bâle fait 4 propositions de réforme des normes comptables pour l'enregistrement des instruments financiers : faire en sorte que les pertes liées aux emprunts soient identifiés le plus tôt possible (pour provisionner en conséquence), ne pas utiliser la « fair value » quand les marchés sont illiquides, accepter la reclassification de certains instruments financiers de la valeur de marché à la valeur historique quand les circonstances le nécessitent, réaliser une harmonisation des normes comptables au niveau international.

Grâce aux résultats du G20, la première semaine d'avril se termine sur les places boursières beaucoup mieux qu'elle n'avait commencé à cause des informations très pessimistes sur la situation de General Motors: le CAC 40 progresse de 4,16%, le DAX de 4,32%, le Footsie de 3,36%, le Dow Jones de 3,1%, le Nasdag de 4,96% et le Nikkei de 1,42%.

Si les travaux du Sommet de Londres réjouissent ainsi les places boursières, certains en relativisent tout de suite la portée : certes, ce sommet est sans doute le début d'un long chemin qui peut conduire à un gouvernement mondial, mais non seulement ce chemin est très long mais surtout plusieurs embûches en parsèment déjà le commencement. Au-delà du communiqué et des discours, il faut attendre la mise en œuvre des mesures annoncées. Le samedi 4, surlendemain du sommet, les ministres des finances des 27 (en présence du Président de la BCE et de celui de l'Eurogroupe) montrent des divergences quand il s'agit, à partir du rapport établi à la demande de la Commission européenne par un groupe présidé par J. de Larosière, de prendre des mesures concrètes pour assurer une supervision financière plus efficace. On remarque en particulier une opposition entre le souhait des Européens du continent de confier à la BCE la mission de supervision macroéconomique en faisant de son Président le responsable d'un Comité européen du risque systémique, et le souci des Britanniques de préserver les positions de la City. Par ailleurs, certains experts comme J. Attali craignent que ce soient essentiellement les banques américaines qui tirent profit des mesures de sauvetage et de relance prises au niveau mondial. Dans une interview donnée aux Échos (10-11/4/09), J. Stiglitz, « prix Nobel d'économie » en 2001, rejoint ce point de vue quand il commente les résultats du G20 : « Sur les deux points clefs : doit-on permettre aux banques de devenir trop importantes pour faire faillite et doit-on étroitement circonscrire les banques qui sont devenues si importantes qu'elles représentent un risque systémique, il n'y a absolument aucun engagement. Cela s'explique par l'influence des banques américaines, qui mènent toujours la danse ». À quoi on peut ajouter que l'économie américaine pourrait également tirer avantage d'une gestion du change du dollar qui la renforcerait au détriment des autres économies. Mais les créanciers des États-Unis, en particulier la Chine, ne manqueraient sans doute pas de réagir.

Au moment même où le G20 se réunit à Londres, des informations statistiques diverses font poindre une lueur d'espoir sur les possibilités de sortie de crise. Citons, en vrac, l'amélioration de la situation du marché immobilier, de l'industrie et du commerce extérieur aux États-Unis, des signes de reprise d'activité en Chine, le retournement de certains baromètres conjoncturels comme celui du Comité des conseillers du commerce extérieur de la France (CNCCEF) et l'évolution favorable de plusieurs « indicateurs avancés » comme l'indice Baltic qui concerne le transport maritime, lequel représente plus de 80% en volume du commerce mondial.

Quoi qu'il en soit, les banques américaines annoncent pour le premier trimestre 2009 un net redressement de leurs résultats. À cela il y a 4 raisons principales : la marge confortable que les banques font en prêtant à 4 voire 5% alors que la monnaie centrale leur coûte 0%, les mesures de sauvetage dont elles ont bénéficié, la forte réduction des coûts salariaux et des frais généraux qu'elles ont effectuée à l'occasion de leurs restructurations et la juteuse augmentation des commissions enregistrées sur les transactions sur le marché obligataire.

Ce regain d'optimisme se traduit sur les places boursières par la poursuite du rebond : à part le Footsie qui perd sur cette deuxième semaine d'avril 1,14%, les autres Bourses enregistrent des progressions : le CAC40 + 0,52% (à 2974 points), le DAX30 + 2,42%, le Dow Jones + 0,82%, le Nasdag + 1,89% et le Nikkei + 2,45%. La progression continue globalement la semaine suivante : + 3,96% pour le CAC40 à 3 092 points, + 4,14% pour le DAX30, + 2,74% pour le Footsie, + 0,59% pour le Dow Jones, + 1,24% pour le Nasdaq, mais – 0,10% pour le Nikkei.

Les 21 et 22 avril, le FMI publie 2 rapports dont la tonalité est cependant franchement pessimiste.

<u>Le 21</u>, dans son « rapport sur la stabilité financière dans le monde », le FMI se montre encore plus pessimiste que lors de ses publications précédentes. Ainsi estime-t-il à plus de 4 000 milliards de dollars les dépréciations d'actifs que risque de causer la crise au système financier mondial (plus de 2 700 pour le système américain, près de 1 200 pour celui de l'Europe et 150 pour celui du Japon). Le FMI considère que les moyens mis en œuvre ne sont pas à la mesure de la gravité du problème : il regrette que les déclarations d'intentions du G20 de Londres ne soient pas vraiment suivies d'effets. Après avoir analysé plus de 120 crises, le FMI en conclut que ce sont les crises qui commencent dans la sphère financière comme la crise actuelle qui sont les plus profondes et durent le plus longtemps.

<u>Le 22</u>, le FMI communique ses prévisions pour l'année 2009 : le PIB mondial devrait selon lui baisser de 1,3% (- 3,8% pour les économies développées, + 1,6% pour les PVD et pour les économies émergentes, dont +6,5% pour la Chine). Le FMI déplore le manque de coordination des plans de relance au niveau européen, ce qui explique que le PIB de la zone euro baisserait davantage que celui des États-Unis : - 4,2%, dont -3% pour la France, contre -2,8% pour les États-Unis. Et le commerce international devrait se contracter de 11%, ce qui aurait des effets très négatifs spécialement pour la Russie, l'Allemagne et le Japon.

La Commission européenne produit également des prévisions économiques. Elle montre à cette occasion que si la crise est systémique en ce sens qu'elle touche l'ensemble des pays européens, elle produit cependant des effets plus ou moins négatifs selon les pays. En prenant comme indicateur l'écart de croissance entre la prévision pour 2009 et la moyenne de la période 2000-2007, elle distingue trois groupes de pays (voir l'article de J.-F. Jamet et F. Lirzin reproduit dans « Problèmes économiques » n° 2969 du 15/4/2009) :

Groupe 1 : l'écart est supérieur à 5 points	Lettonie, Estonie, Lituanie, Irlande,	Ces
	Espagne, Luxembourg, Hongrie, Royaume-Uni	différenc
Groupe 2 : l'écart est compris entre 4 et 5	Finlande, Suède, Danemark, Grèce,	es de
points	Belgique, Pays-Bas, France, Allemagne,	performa
	Autriche, Italie, Portugal	nces,
Groupe 3 : la croissance reste supérieure à	Roumanie, Bulgarie, Slovénie,	ajoutées à
+0,5%	Slovaquie, République tchèque, Chypre,	celles des
	Pologne, Malte.	stratégies
		publiques

, expliquent à la fois les divergences entre taux d'intérêt, les difficultés qu'ont les pays à coordonner leurs efforts de relance et les attaques dont sont victimes les monnaies des pays européens qui ne sont pas dans la zone euro.

Sur les places financières, après plusieurs semaines de hausse, les investisseurs semblent en cette fin de mois d'avril « retomber sur terre » : les indices se mettent à stagner. Le CAC 40 + 0,35% à 3 103 points, le DAX30 – 0,05%, le Footsie + 1,54%, le Dow Jones –0,68%, le Nasdaq + 1,27% et le Nikkei – 2,24%. Autrement dit, les investisseurs comprennent qu'une hirondelle ne fait pas le printemps. Dans sa chronique (Le Monde du 28 avril), Martin Wolf, éditorialiste au Financial Times, avertit qu'il faut faire attention aux désillusions et, faisant référence à un rapport de HSBC, prévient : « la dynamique exceptionnelle de cette crise doit inciter à un optimisme prudent quant à l'échéance et à la rapidité du redressement. Le plus inquiétant, de surcroît, est l'ampleur des mesures nécessaires pour enrayer cette spirale descendante ». D'ailleurs, lors de sa conférence de presse du 29 avril, le Président Obama reconnaît que la crise ne s'apaise guère. Les statistiques du 1er trimestre 2009 montent qu'aux États-Unis l'investissement s'effondre (- 38%) et que la récession s'approfondit (-6,1% pour le PIB). Mais, malgré ces mauvaises nouvelles, les marchés actions restent bien orientés en la fin de ce mois d'avril : + 1,84% pour le CAC 40 (à 3160 points), + 2,04% pour le DAX 30, + 2,10% pour le Footsie, + 1,69% pour le Dow Jones, + 1,47% pour le Nasdaq et + 3,09% pour le Nikkei.

Comme chaque année, c'est au mois d'avril que le FMI et la Banque mondiale font paraître leur « Rapport de suivi mondial » sur la réalisation des objectifs de développement du Millénaire. Dans ce rapport 2009, les deux institutions internationales multilatérales lancent un véritable SOS:

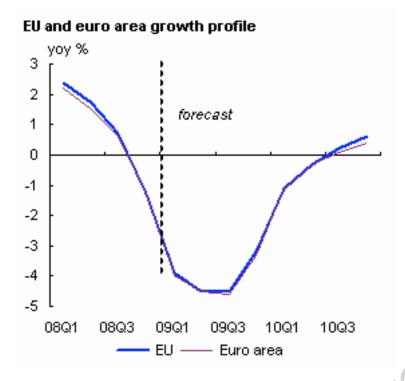
« La crise financière mondiale, la plus grave depuis celle de 1929, est devenue une crise humaine et de développement. Apparue dans les pays développés, la crise a rapidement et inexorablement gagné l'ensemble des pays en développement. Il ne fait plus aucun doute qu'il ne s'agit pas d'une crise passagère. Les pays pauvres sont particulièrement vulnérables car ils ne disposent pas des ressources nécessaires pour redresser la situation. La crise risque de réduire à néant les progrès réalisés non sans mal sur le plan de la croissance économique et des objectifs de développement pour le Millénaire (ODM). Elle compromet l'existence même de plusieurs millions de pauvres, qui sont généralement les plus durement touchés et les moins à même de se protéger contre les crises. (...)

Le net ralentissement de la croissance risque de freiner les progrès sur la voie de la réduction de la pauvreté et de la réalisation des autres ODM. L'augmentation des prix alimentaires entre 2005 et 2008 a acculé quelque 200 millions de personnes de plus à la misère, et près de la moitié d'entre elles resteront engluées dans l'extrême pauvreté alors même que les prix des denrées alimentaires diminuent après leur flambée de hausse. Bien que ceux-ci aient baissé depuis le milieu de 2008, ils demeurent élevés par rapport aux tendances passées, et la crise alimentaire est loin d'être surmontée. Le ralentissement de la croissance causé par la crise financière va renforcer l'impact des prix élevés des produits alimentaires sur la pauvreté. Selon les projections de l'Organisation internationale du Travail, il pourrait y avoir 30 millions de nouveaux chômeurs en 2009, dont 23 millions dans les pays en développement. Si on retient un scénario plus pessimiste, 50 millions de personnes pourraient perdre leur emploi en 2009. Selon les estimations, le nombre de personnes acculées à la misère en 2009 pourrait dépasser de 55 à 90 millions les chiffres prévus avant la crise. Ces chiffres augmenteront si la crise s'aggrave et si la croissance ralentit encore dans les pays en développement. (...) L'expérience montre que l'effondrement de la croissance a de lourdes répercussions sur le développement humain, domaine dans lequel les résultats ont tendance à se détériorer plus rapidement durant les phases de tassement de la croissance qu'ils ne s'améliorent durant les phases d'accélération. (...) Les effets à long terme de la crise sur le développement humain pourraient être plus graves que ceux observés à court terme. Par exemple, la détérioration de l'état de santé des enfants sousalimentés peut être irréversible, en termes de retard de croissance et de développement des aptitudes cognitives et des facultés d'apprentissage ».

• Mai 2009 ->

Au début de ce mois de mai (le 4), la Commission européenne communique des prévisions économiques plus pessimistes que les précédentes. Elle estime que la crise est pour l'Europe non seulement la plus grave depuis 1945 mais qu'elle y est plus grave qu'aux États-Unis. Dans la zone euro, le chômage devrait connaître une progression record (un taux de 9,9% en 2009 et de 11,5% en 2010) et les finances publiques un énorme déséquilibre (-5,3% du PIB en 2009 et -6,5% en 2010). La Commission anticipe cependant une stabilisation au cours de 2010. Le profil d'évolution du taux de croissance que la Commission envisage est donné par le schéma suivant. Il s'agit donc plutôt d'un profil en U : c'est donc la réponse de la Commission à la question que se posent des experts depuis plusieurs semaines de savoir si les profils auxquels la crise peut donner lieu ont plus de chances de ressembler à un U, à un V, à un W ou carrément à un L... Selon Daniel Cohen (Le Monde du 16 juin 2009), le scénario W rivalise avec le scénario U. Le fait que certains indicateurs verdissent laisse penser que la sortie de crise est proche. Or, deux séries de facteurs doivent aider à ne pas confondre rebond et reprise. Le premier est que des anticipations trop optimistes peuvent très facilement avoir des effets négatifs : les prix, notamment des matières premières, peuvent s'élever et rogner les pouvoirs d'achat déjà mis à mal, les taux d'intérêt peuvent s'élever, et les politiques fiscales se durcir, ce qui ne manquerait pas d'aggraver les pressions à la baisse sur la demande. Deux conclusions : 1) le scénario W montre que, comme pour les maladies, les rechutes peuvent aggraver la situation, et 2) les anticipations sont loin d'être toujours autoréalisatrices. Le second facteur est le comportement des opérateurs dans le monde de la finance, qui commencent à se comporter comme avant : comme l'écrit G. Ugeux, ancien directeur du Nyse (Enjeux-Les Écos de juillet-août 2009), les banques préparent déjà un nouvel infarctus du système financier mondial (« Les banques américaines renouent avec la folie des bonus » sera la une du journal Le Monde le 23 juillet). L'histoire économique de la grande dépression laisse elle-même penser que le scénario en W pourrait se vérifier : en effet, n'oublions pas que dès mi-1937, Roosevelt et son gouvernement ont estimé que les effets du New Deal étaient suffisamment importants et que la crise était suffisamment jugulée pour revenir à une politique orthodoxe dans les domaines à la fois monétaire et budgétaire; d'où une rechute vertigineuse de l'économie et de la finance américaines.

Notons aussi qu'un scénario supplémentaire est proposé par Jen-Marc Daniel : celui du signe de la racine carrée. Il pourrait y avoir une reprise suivie d'une croissance plafonnée à une valeur assez basse à cause de faibles gains de productivité.



Le jeudi 7 mai, la BCE baisse le Refi d'un quart de point pour passer à 1%. Mais elle ne modifie pas le taux de la facilité de dépôt : certains regrettent que ce taux n'ait pas bénéficié du mouvement de baisse parce que, s'il avait été amené de 0,25% à 0%, cela aurait pu inciter fortement les banques à se prêter entre elles plutôt que de déposer leurs excédents à la BCE. Par ailleurs, la BCE propose aux banques de leur prêter de sa monnaie non seulement sur une semaine, un mois, trois mois, six mois mais aussi sur un an, à taux fixe et pour des montants illimités. Elle décide aussi d'acheter des « obligations sécurisées », c'est-à-dire des titres privés adossés à des actifs physiques tels qu'immobiliers (en France, il s'agit des obligations foncières). Par contre, elle n'accepte toujours pas de racheter des emprunts d'État comme le font ses consœurs américaine, britannique et japonaise. Le fait que la BCE cible son action sur le système bancaire s'explique sans doute par le fait que le financement des agents financiers est davantage indirect dans la zone euro qu'aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. Il n'empêche que les membres du Conseil des gouverneurs et du Directoire de la BCE ne sont pas d'accord sur la stratégie à adopter : il faut dire que tous les pays de la zone euro ne sont pas concernés au même degré par cette possibilité d'achat d'obligations sécurisées.

Le soir, le gouvernement américain communique les résultats des « stress tests » des grandes banques : 10 des 19 les plus importantes doivent être recapitalisées, en particulier la Bank of America, qui est la plus fragile. Ces résultats sont moins mauvais qu'on ne le craignait : certains pensent que cela s'explique par le fait que les banques auraient fait pression sur les auditeurs... Les stress tests, « tests de résistance », ou de solidité, ou encore de résilience, consistent à évaluer les effets sur la fragilité du système financier en général et sur le taux de défaillance des banques en particulier de chocs macroéconomiques particulièrement graves tels qu'une forte récession, une forte hausse des taux d'intérêt, d'un important choc pétrolier ou d'un important décrochage des taux de change. Les superviseurs ne sont pas tous d'accord sur l'intérêt qu'il y a à publier les résultats de ces stress tests : si d'un côté la communication est un gage de transparence, elle peut avoir aussi une nature anxiogène. Ainsi, si certains regrettent que des stress tests ne soient pas pratiqués au niveau de la zone euro tout entière, la Banque de France préfère de son côté ne pas diffuser les résultats des stress tests qu'elle pratique.

De leur côté, les places financières restent orientées à la hausse à la fin de cette première semaine de mai : + 4,83% pour le CAC40 (à 3312 points), + 3,03% pour le DAX 30, + 5,15% pour le Footsie, + 4,41% pour le Dow Jones, + 1,15% pour le Nasdaq et + 8,10% pour le Nikkei.

Suite à la décision prise par l'Ecofin du 5 mai, l'UE annonce le <u>mardi 12</u> que seront mis en place à partir de septembre des tests de résistance pour évaluer la solidité des banques européennes.

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur un net renversement de tendance, après une remontée des cours depuis le point bas d'il y a presque deux mois et demi (le 9 mars à Paris), comme si les investisseurs redescendaient sur terre : le CAC 40 baisse de 4,33% (à 3169 points), le DAX 30 de 3,59%, le Footsie de 2,55%, le Dow Jones de 3,57%, le Nasdaq de 3,38% et le Nikkei de 1,78%.

Le <u>20 mai</u>, le prix du baril monte à plus de 62\$ à New York malgré la baisse de la demande : le marché du pétrole suit donc les places boursières et anticipe comme elles une reprise de l'activité mondiale.

Sur les places boursières, la <u>troisième semaine</u> de mai se termine positivement partout sauf à Tokyo: + 1,86% pour le CAC 40 (à 3228 points), + 3,83% pour le DAX 30, + 0,40% pour le Footsie, + 0,10% pour le Dow Jones, + 0,71% pour le Nasdaq et – 0,42% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, l'euro atteint 1,40 dollar, taux qu'il n'avait pas atteint depuis le tout début de l'année; cela parce que les investisseurs vendent du dollar, étant de moins en moins confiants dans la soutenabilité de la dette américaine. Dans le contexte de la crise, la force de l'euro est coûteuse pour plusieurs pays de la zone, à commencer par l'un des plus importants, l'Allemagne. Cela aggrave le problème de la cohésion de la zone euro.

La <u>quatrième semaine</u> de nouvelles progressions sur toutes les places boursières, sans exception : + 1,54% pour le CAC40 (3278 points), + 0,45% pour le DAX30, +1,21% pour le Footsie, + 2,69% pour le Dow Jones, + 4,87% pour le Nasdaq et + 3,22% pour le Nikkei. Et l'euro continue à monter par rapport au dollar en dépassant le taux de1,41.

• Juin 2009 ->

La <u>première semaine</u> voit encore des places boursières optimistes : + 1,87% pour le CAC40 (3309 points), + 2,76% pour le DAX30, + 0,47% pour le Footsie, + 3,09% pour le Dow Jones, + 4,23% pour le Nasdaq et + 2,58% pour le Nikkei.

<u>Le 10</u>, l'Allemagne crée une « bad bank » pour permettre aux banques commerciales de se délester de leurs actifs toxiques. C'est une façon de préparer les stress tests bancaires que le FMI demande avec insistance aux pays européens.

<u>Le 16</u>, les dirigeants du « BRIC » (Brésil, Russie, Inde, Chine : 40% de la population mondiale et 15% du PIB mondial) se réunissent pour la première fois. Ils demandent une accélération de la réforme du système financier mondial. Sans évoquer explicitement la question de la suprématie du dollar, la Russie et la Chine veulent que leurs monnaies jouent un rôle plus important dans le SMI.

Cette <u>deuxième semaine</u> du mois de juin montre sur les places boursières une certaine pause après plusieurs semaines successives de hausse soutenue : -0,39% pour le CAC40 (à 3326 points), -0,15% pour le DAX30, +0,8% pour le Footsie, +0,41% pour le Dow Jones, +0,51% pour le Nasdaq et +3,77% pour le Nikkei.

<u>Le 17</u>, le Président Obama annonce un vigoureux programme de réforme de la régulation financière. Le pouvoir de la Fed doit être renforcé en lui confiant la surveillance des institutions financières les plus importantes, autrement dit, celles dont la faillite ferait courir un risque systémique. Des normes de fonds propres et de liquidité plus exigeantes seraient imposées à toutes les institutions financières, et ces normes seraient même renforcées pour les plus grandes de ces institutions. Le Trésor présiderait un Conseil de surveillance des services financiers pour coordonner l'action des divers régulateurs. Et, ce qui soulève beaucoup de critiques, il est prévu la création d'un organisme indépendant chargé de défendre les intérêts des consommateurs de produits financiers (Consumer Financial Protection Agency).

Les 18 et 19 se réunit à Bruxelles le Conseil européen. Le sujet médiatique principal est la confirmation de J. M. Barroso à son poste de Président de la Commission. Mais un sujet également important est le renforcement de la supervision financière en Europe. La réforme aux États-Unis est un élément favorable mais les réticences britanniques jouent négativement. Dans le but d'en finir avec l'émiettement de la supervision financière en Europe, il est envisagé de créer un « conseil des risques systémiques » et un « système européen des superviseurs financiers ».

La <u>troisième semaine</u> confirme cette sorte d'hésitation des investisseurs sur les marchés boursiers, qui avait déjà marqué la semaine précédente : -3,15% pour le CAC40 (à 3221 points), -4,53% pour le DAX30, -2,16% pour le Footsie, -2,95% pour le Dow Jones, -1,69% pour le Nasdaq et -3;45% pour le Nikkei. L'hésitation ne porte pas sur la possibilité de reprise mais sur son calendrier.

Mais l'hésitation grossit puisque <u>la quatrième semaine</u> enregistre encore des baisses : -2,84% pour le CAC40 (à 3130 points), -1,30% pour le DAX30, -2,41% pour le Footsie, -1,19% pour le Dow Jones, +0,59% pour le Nasdaq et +0,93% pour le Nikkei.

Entre temps, le 24, et pour la première fois de son histoire, la BCE octroie aux banques des prêts sur une année au lieu de 6 mois maximum jusqu'à maintenant, et cela au taux actuel de 1%, ce qui est bien inférieur au 1,57% actuel de l'Euribor à 12 mois. Cette mesure non conventionnelle a un double objectif : favoriser le refinancement interbancaire et inciter les banques à ne pas restreindre leurs crédits.

Le <u>30 juin</u> la Cour constitutionnelle allemande prend un arrêt dans lequel elle dénonce le « déficit structurel de démocratie » de l'Union européenne et exige que des droits de codécision du Parlement allemand soient clairement inscrits dans une loi afin de « garantir l'efficacité du droit de vote » des citoyens allemands. Autrement dit, elle craint que Bruxelles n'applique le principe de subsidiarité à l'envers et elle proteste donc contre un processus de « fédéralisation européenne rampante ». Ainsi, cet arrêt entre en complète contradiction avec la Déclaration n°17 du Traité de Lisbonne qui affirme la primauté du droit européen sur le droit national, même constitutionnel.

De plus, s'ajoute à l'arrêt de la Cour constitutionnelle le consensus de tous les partis politiques allemands, du SPD à la CDU-CSU, pour que soit inscrite dans la Loi fondamentale l'interdiction de déficits publics de plus de 0,35% du PIB en période de conjoncture normale, et cela à partir de 2016. En somme, l'Allemagne semble entrer dans un processus de rébellion contre l'Europe et ses institutions, avec toutes les conséquences que l'on peut imaginer pour le fonctionnement de l'économie européenne.

• Juillet 2009 ->

<u>En tout début de mois</u>, les places financières enregistrent des chutes parfois fortes, suite aux mauvais chiffres du chômage américain, ce qui les inquiètent sur les possibilités de reprise au deuxième semestre : -0,33% pour le CAC 40 (à 3119 points), -1,43% pour le DAX30, -0,11% pour le Footsie, -1,87% pour le Dow Jones, -2,27% pour le Nasdaq et -0,62% pour le Nikkei.

Le taux de change oscille autour de 1,40 dollar et la BCE laisse inchangés ses taux directeurs, les estimant « appropriés ».

Les <u>8 et 9</u> juillet, le Comité de Bâle fait une proposition pour renforcer le dispositif prudentiel de surveillance des risques de marché, dite « Incremental Risk Charge », ou IRC, et pour changer en conséquence le texte de Bâle II.

Les réactions négatives des Bourses de début de la 1ère semaine se confirment à la <u>fin de la deuxième</u> : les baisses se poursuivent avec -4,37% pour le CAC40 (à 2983 points), -1,62% pour le Dow Jones et -5,39% pour le Nikkei.

Mais on assiste à un franc rebond lors de la <u>3ème semaine</u>, qui s'explique par de bien meilleurs résultats que prévu par les entreprises pour leur deuxième trimestre, spécialement pour les banques : le CAC40 progresse de + 7,89% (à 3218 points), + 8,79 pour le DAX30, + 8,10% pour le Footsie, + 7,33% pour le Dow Jones, + 1,16% pour le Nikkei.

Ces différentes améliorations, des résultats des entreprises et des banques, et des performances boursières, font que le dollar joue moins son rôle de monnaie-refuge : l'euro grimpe au-delà de 1,42 \$. On a donc affaire à un euro fort, avec toutes les conséquences que nous étudions par ailleurs dans ce document. Le phénomène date d'ailleurs de plusieurs mois et l'euro s'apprécie non seulement par rapport au dollar (le gonflement du déficit public américain joue un rôle décisif et fait même craindre une crise du dollar beaucoup plus grave) mais aussi par rapport aux autres monnaies. Comme le dit A. Bénassy-Quéré (L'Expansion de juillet-août 2009), « c'est l'euro qui sert de variable d'ajustement, et il en sera ainsi tant que le monde n'aura que deux monnaies internationales pour les trois grands pôles économiques que sont l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie ». Dans ce contexte, la décision de la Banque centrale chinoise qui vient d'être prise revêt une importance particulière : en effet, les transactions commerciales internationales peuvent désormais être réglées en Yuan (les entreprises chinoises sont autorisées à libeller et à effectuer leurs transactions internationales en Yuan au lieu de devoir acheter des dollars à la banque centrale pour les payer), et elles sont même encouragées par des incitations fiscales dans le cadre de certains accords bilatéraux, notamment avec l'Argentine, la Malaisie, l'Indonésie, ... Cette décision peut être interprétée comme un premier pas vers une « internationalisation » de la monnaie chinoise (l'émission, pour la première fois en yuan, de Bons du Trésor chinois à Hong Kong, le 28 septembre, va dans le sens de l'affirmation du statut international du yuan). Il est possible de faire ici une remarque générale sur la Chine : de même qu'il est possible de se poser la question de savoir si le capitalisme autoritaire chinois ne donne pas l'exemple d'une configuration institutionnelle du capitalisme particulièrement performante, la question se pose de savoir si on n'assiste pas à l'internationalisation « commandée » d'une monnaie alors que d'ordinaire elle est « spontanée ». Parce que l'internationalisation du yuan semble être en effet menée par les autorités chinoises, avec une progression très prudente, et non pas par les mécanismes du marché des changes.

À la <u>fin de la 4ème semaine</u>, les places boursières enregistrent encore des hausses sensibles, ce qui commence à faire craindre à certains un renouveau de la déconnexion entre la sphère réelle (les taux de chômage continuent à grimper, et on ne sait toujours pas quelle forme va prendre la reprise : V, U, W, $\sqrt{}$) et la sphère financière : +4,60% pour le CAC40 (à 3360 points, avec une pointe à plus de 3400 points, du jamais vu depuis janvier, et ce qui représente une augmentation de 33% par rapport aux points les plus bas de mars), +5,04% pour le DAX30, +4,28% pour le Footsie, + 3,99% pour le Dow Jones, +4,21% pour le Nasdaq et +4,80% pour le Nikkei. Pour nous, ces bonnes performances boursières s'expliquent par deux facteurs, par ailleurs très négatifs : d'un côté, la perspective de bonus élevés, en particulier dans les banques, y compris celles qui ont bénéficié des aides étatiques, et de l'autre la forte réactivité d'entreprises importantes qui se sont adaptées à la nouvelle conjoncture, d'où des résultats trimestriels meilleurs que prévu. Mais cette réactivité soulève deux dangers. D'abord, elle passe par une impitoyable stratégie d'abaissement des coûts qui entraine de nombreux licenciements : ainsi, contrairement à ce que prétendent certains, il peut bel et bien exister des « licenciements boursiers ». Ensuite, cette stratégie est forcément limitée dans le temps : une entreprise ne peut pas licencier indéfiniment!

Le mois de juillet se termine en Europe avec 2 records depuis la création de la zone euro : celui de « l'inflation négative » et celui de la hausse du chômage : en taux annuel, l'inflation s'est stabilisée en mai, est devenue négative en juin (-0,1%) et est passée à -0,6% en juillet ; et le taux de chômage s'approche de la barre des 10%.

Sur les places boursières, l'embellie se poursuit : +1,78% pour le CAC40, +1,97% pour le DAX30, +0,69% pour le Footsie, +0,86% pour le Dow Jones, +4,80% pour le Nikkei.

En cette fin de mois de juillet, les finances publiques françaises montrent une très forte aggravation du déficit budgétaire de l'État : en l'espace d'un an, celui-ci a plus que doublé, passant de 51,4 milliards d'euros à 109 milliards. Cela s'explique à la fois par les conséquences dépressives de la crise et par le coût des mesures de relance et de soutien de l'activité.

• Août 2009 ->

Dès le début du mois, sous l'effet des signes de reprise et de l'affaiblissement du dollar, le prix du baril de brut connaît une phase de hausse : il dépasse la barre des 70 \$ à New York.

Le <u>jeudi 6</u>, la BCE annonce le statu quo concernant le niveau de ses taux directeurs. La Banque d'Angleterre maintient également les siens.

Sur les places boursières, la <u>fin de la 1ère semaine</u> enregistre encore des hausses parce que beaucoup annoncent la reprise et que la situation de l'emploi s'améliore aux États-Unis : +2,77% pour le CAC 40 (à 3521 points), + 2,38% pour le DAX 30, + 2,67% pour le Footsie, + 2,16% pour le Dow Jones et + 4,80% pour le Nikkei.

Le <u>mercredi 12</u>, la Fed estime que « l'activité économique se stabilise » mais elle continue à craindre davantage la déflation que l'inflation.

La <u>2ème semaine</u> du mois se termine moins bien que la 1ère sur les places financières : -0,73% pour le CAC40 (à 3412 points), - 2,75% pour le DAX30, -0,37% pour le Footsie, -0,52% pour le Dow Jones et -2,43% pour le Nikkei. Parce que, même si se multiplient les signes de reprise (B. Bernanke déclare le 21 que « l'activité économique semble être en train de se stabiliser, à la fois aux États-Unis et à l'étranger, et les perspectives de retour à la croissance à court terme semblent bonnes »), le marché du crédit reste étroit et l'horizon reste donc incertain.

D'ailleurs, Olivier Blanchard, chef économiste au FMI, considère certes que la reprise a objectivement commencé; mais il craint que la croissance plafonne assez vite parce que les effets des relances budgétaires s'estomperont et que les entreprises ralentiront leurs stratégies de restockage. De plus, il redoute, à cause des déséquilibres structurels entre les États-Unis et l'Asie, une baisse du dollar qui pourrait ouvrir une nouvelle période d'instabilité, ce qui serait un facteur supplémentaire très négatif pour la reprise.

Paul Jorion, auteur du livre « Vers la crise du capitalisme américain », paru début 2007 (!), est nettement pessimiste. Il penche plutôt pour le scénario de type « W » puisqu'il déclare (Capital d'août 2009) que « le léger redémarrage de l'économie va mettre au jour des problèmes restés sous le tapis jusqu'à présent, qui entraîneront un nouveau plongeon ». On peut ajouter deux facteurs qui pourraient rendre encore plus probable ce pronostic défavorable : les États semblent impuissants pour empêcher le secteur financier et bancaire à se comporter à nouveau comme si rien ne s'était passé, en particulier en matière de rémunérations, de bonus et de paradis fiscaux, et le risque de pandémie de grippe A à l'automne.

Les statistiques de l'économie de la zone euro produites cet été montrent que <u>le deuxième trimestre 2009</u> est relativement satisfaisant et bien meilleur que prévu : le niveau d'activité se stabilise puisque le PIB ne diminue que de 0,1% et surtout la France et l'Allemagne connaissent une croissance certes très faible mais positive (+0,3%). C'est une bonne nouvelle mais trois facteurs font relativiser l'optimisme que l'on pourrait avoir. D'abord, il faut ne pas oublier que la crise est mondiale, et que par conséquent les économies européennes ne peuvent guère compter sur le moteur de leurs exportations. Ensuite, ces exportations concernent essentiellement les biens d'équipement; or, les commandes de ce type de biens ne se développeront à nouveau que lorsque la reprise sera bien engagée. Enfin, l'euro est aux alentours de 1,42\$-1,43\$, ce qui est un handicap supplémentaire.

Sur les places boursières, la <u>troisième semaine</u> renoue avec la hausse, grâce aux informations positives sur la situation économique de part et d'autre de l'Atlantique: + 3,45% pour le CAC40 (à 3616 points), + 2,89% pour le DAX30, + 1,98% pour le Dow Jones, + 2,90% pour le Footsie. Mais les places boursières asiatiques sont orientées à la baisse (-3,39% pour le Nikkei) parce que les opérateurs craignent les effets de l'arrêt de la prime à la casse automobile aux États-Unis et ceux de mesures de rigueur bancaire en Chine.

Le 26, la Maison blanche confirme B. Bernanke dans son poste à la tête de la Fed pour un second mandat. La <u>dernière semaine</u> du mois d'août est assez remarquable sur les marchés : grâce —ou à cause- des informations beaucoup plus optimistes que prévu sur les performances des entreprises, sur leur bonne réactivité, les marchés boursiers enregistrent des hausses sensibles (le CAC40 progresse de +2,14%, terminant à 3693 points, après une pointe à 3724 points, le DAX30 de +1%, le Footsie de 1,20%, le Dow Jones de 0,40% et le Nikkei de 2,89 %) et le dollar perd du terrain face à l'euro qui s'approche de 1,44\$. L'appétit pour le risque augmente, ce qui, à la fois, pousse aux achats de titres les gérants d'OPCVM et les investisseurs privés (en attendant que suivent éventuellement les investisseurs institutionnels, à moins que l'évolution peu encourageante des crédits accordés aux entreprises et aux ménages inquiète trop les marchés) et détourne les opérateurs de la monnaie-refuge qu'est la monnaie américaine.

31 août: en prévision du prochain G20 qui doit se tenir à Pittsburgh les 24 et 25 septembre, la Chancelière allemande A. Merkel et le Président de la République française N. Sarkozy profitent de leur rencontre à Berlin pour réaffirmer leur accord sur l'impérieuse nécessité de réformer profondément le système financier international et de « contrer la récidive bancaire » pour reprendre l'expression de M. Wolf dans Le Monde du 1^{er} septembre. Comme le dit N. Sarkozy, « partout dans le monde, les gens sont ulcérés par la pratique de bonus extravagants ». Cette question des bonus est en effet cruciale avec celle des normes de fonds propres : en effet, toutes deux concernent ce qui est au cœur de la crise, la gestion du risque. Cet accord doit se traduire par une lettre envoyée au Président en exercice de l'Union européenne (le premier ministre suédois F. Reinfeldt) pour que l'Europe parle d'une seule et même voix au prochain G20. Cette lettre sera envoyée le 3 septembre, après que des discussions aient permis de convaincre Gordon Brown, le premier ministre de Grande-Bretagne, de joindre sa signature à celle d'A. Merkel et de N. Sarkozy. La signature anglaise n'est pas tellement surprenante quand on se souvient du rôle très actif qu'a joué G. Brown dans la lutte contre la crise et lors du G20 de Londres en avril mais elle est en même temps très importante parce que Londres c'est aussi la City... L'UE semble ainsi prendre une position beaucoup plus nette et plus volontariste que les États-Unis.

• <u>Septembre 2009</u> ->

<u>Le 2</u>, lors de la réunion à Londres des ministres des finances de l'UE, dont l'objectif essentiel est de préparer le G20 de Pittsburgh, il est décidé de porter à 125 milliards d'euros la contribution de l'UE au FMI au lieu des 75 promis lors du G20 de Londres dans le cadre du triplement des ressources de l'Institution internationale dans le but de secourir plus efficacement les pays mis à mal par la crise. Ainsi l'UE devientelle le premier contributeur à ce triplement, ce qui renforce sa position au sein de l'Institution.

<u>Le 3</u>, la BCE laisse ses taux directeurs inchangés. Mais sa politique monétaire n'en est pas pour autant normalisée : elle annonce en effet que ses opérations de refinancement à un an ne sont pas terminées

puisque la prochaine aura lieu à la fin du mois (ce sera la deuxième après celle de fin juin). Son Président estime que « la période de contraction significative de l'activité économique touche à sa fin et elle est maintenant suivie par une stabilisation et une reprise très progressive ». Ce diagnostic est assez proche de celui de l'OCDE : la reprise a bel et bien commencé mais elle sera relativement lente.

Sur toutes les places boursières, la <u>première semaine</u> du mois de septembre se termine sur des baisses : -2,56% pour le CAC40 (à 3599 points), -2,41% pour le DAX30, -0,36% pour le Footsie, -1,08% pour le Dow Jones, -3,29% pour le Nikkei. Les marchés d'actions craignent que la reprise ne soit conforme au scénario en « W » et sont inquiétés par l'évolution de l'emploi. *Remarques* :

- 1) Le marché financier ne se résume pas aux marchés d'actions : il y a également le marché obligataire. L'évolution des marchés obligataires (repérée dans celle de leurs taux) dépend en grande partie de trois facteurs : la politique monétaire, le niveau de la dette publique et la dynamique des marchés d'actions dans la mesure où les investisseurs ont toujours à arbitrer entre obligations et actions selon le degré de risque qu'ils souhaitent prendre. Par conséquent, on devrait observer des tendances un peu parallèles entre les courbes des marchés d'actions et celles des marchés d'obligations. Or, depuis un bon mois, il n'en est rien : les marchés obligations montrent une grande stabilité alors que les marchés d'actions sont assez volatiles. Les taux obligataires évoluent en effet en ce moment dans des fourchettes relativement étroites, et spécialement basses (3,20%-3,30% en Allemagne, 3,50%-3,60% en France, pour les taux à 10 ans). La question qui se pose alors est de savoir dans quelle mesure les marchés obligataires, donc les taux longs, réagiront d'une part aux changements de politique monétaire, donc sur les taux courts, que la reprise pourrait susciter chez les banquiers centraux, et d'autre part à l'effet d'éviction que pourrait avoir le financement des dettes publiques qui ne cessent de s'alourdir. En attendant, les entreprises retrouvent sur les marchés obligataires des conditions normales de financement, telles qu'elle étaient avant la faillite de Lehman Brothers : la prime de risque qu'elles doivent consentir, c'est-à-dire la différence de taux pour leurs obligations avec les emprunts d'État, s'est nettement réduite, d'environ des deux tiers depuis le début de l'année (une autre façon de dire la même chose est de constater qu'au taux de 5% les entreprises ne pouvaient emprunter qu'à 5 ans au début de l'année, mais sur 7 ans quatre mois plus tard, puis sur 10 ans au début de l'été et sur davantage encore à la fin de l'été).
- 2) On a déjà indiqué plus haut que le scénario de reprise peut, selon les pronostics qui sont faits, prendre la forme d'un V, d'un W, d'un L, d'un U ou encore du signe de la racine carrée. Cette dernière forme semble réaliser actuellement un certain consensus. Cela signifie que l'on pourrait certes renouer plus ou moins rapidement avec la croissance mais que celle-ci resterait faible assez longtemps: comme le dit Patrick Artus (Enjeux-Les Échos de septembre 2009, p. 10), « des deux points de croissance que nous connaissions jusqu'ici, un était dû à l'endettement, l'autre était prélevé par les charges sociales. L'endettement c'est fini. Il ne reste plus rien ».

Lors du <u>premier week-end</u> du mois, deux réunions importantes se tiennent sur les questions posées par la crise financière, spécialement en matière de régulation et de surveillance des banques. L'une, à Londres, réunit les ministres des finances du G20 pour préparer le sommet de Pittsburgh. L'autre, à Bâle, réunit les principaux banquiers centraux de la planète qui se mettent d'accord sur un certain nombre de mesures qui viennent compléter celles de Bâle II, déjà remaniées en juillet. Le Comité de Bâle recommande en particulier l'amélioration de la qualité, de la cohérence et de la transparence du « Tier 1 » du capital de base (c'est-à-dire le noyau dur des capitaux propres des institutions financières), l'introduction d'un ratio de levier financier et d'une norme générale minimale de liquidité, la mise en place d'un cadre contracyclique pour les montants minimaux en fonds propres, et des mesures pour réduire le risque systémique dû au comportement des banques transfrontalières.

Les deux réunions convergent pour reconnaître la nécessité de mesures empêchant les grandes banques de faire courir le risque systémique à toute la planète finance sous prétexte que « too big to fail » (TBTF).

Au lendemain de ce premier week-end, donc en <u>début de la seconde semaine</u> de septembre, plusieurs records datant d'au moins un an tombent : l'euro dépasse 1,45\$, l'once d'or dépasse les 1 000 dollars et l'argent frôle les 17\$ l'once. La période de grand trouble de 2008 passée, l'or se remet à évoluer en sens inverse du dollar : il retrouve son rôle de valeur refuge. Ces records semblent réactiver deux idées qui sont dans l'air depuis un certain temps : la situation monétaire et financière peut déboucher sur le gonflement de nouvelles bulles spéculatives ; et le dollar, hier encore valeur refuge, devient monnaie spéculative au travers des stratégies de « carry trade » qui consistent à emprunter des dollars américains dont les taux sont plus bas qu'ailleurs pour les céder contre des monnaies qui rapportent davantage (le Libor US à 3 mois est actuellement le taux interbancaire le plus faible du monde).

Sur les places financières, la <u>fin de cette deuxième semaine de septembre</u> renoue avec les hausses car les Bourses sont dynamisées par deux séries de facteurs. D'une part, se multiplient les déclarations optimistes sur la sortie de la crise non seulement financière (les banques se pressent de rembourser les aides publiques et retrouvent le chemin des profits... et des rémunérations élevées ; et les marchés monétaires ont retrouvé un fonctionnement normal, en particulier leur compartiment interbancaire – dans la zone euro, les taux à 3 mois sont maintenant inférieurs à 1% alors qu'ils étaient supérieurs à 5% il y a 1 an) mais également économique (la récession se termine aux États-Unis et la croissance reprend dans les BRIC, exceptée la Russie). D'autre part, il y a une reprise des OPA qui montre que les plus grandes entreprises ont concrètement les moyens de se lancer à nouveau dans des manœuvres de croissance externe. Le CAC40 progresse dans la semaine de +3,78% (en dépassant les 3700 points, à 3735), le DAX30 de +4,45%, le Footsie de 3,29%, le Dow Jones de 1,74%, le Nasdaq de +3,08% et le Nikkei de 2,52%. Sur le marché des changes, l'évolution de la semaine précédente se poursuit : l'euro dépasse les 1,46\$ (1,4628), ce qui représente une appréciation de plus de 2% en cinq jours.

La <u>troisième semaine</u> consolide les évolutions de la deuxième : des hausses sur les places boursières (+2,49% pour le CAC40, +1,42% pour le DAX30, +3,22% pour le Footsie, +2,24% pour le Dow Jones, +2,50% pour le Nasdaq mais -0,71% pour le Nikkei) et le dollar continue sa descente, ce qui cause l'ascension de l'euro : celui-ci dépasse en effet 1,47\$, en cotant même 1,4740 le jeudi.

Les <u>24 et 25 septembre</u>, sommet du G20 à Pittsburgh, dont la préparation a commencé dès la fin du sommet de Londres, avec une intensification à la fin du mois d'août, avec une multiplications des « papiers » qui parsèment la « Route de Pittsburgh ». On trouve à l'adresse suivante le communiqué final : www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm

Après un préambule, ce communiqué développe plusieurs points, dont les quatre suivants, pour lesquels nous donnons quelques extraits :

- Un cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée: « continuer à mettre en œuvre nos programmes de relance pour soutenir l'activité économique jusqu'à la guérison », « assurer une forte reprise nécessitera des ajustements entre les différentes parties de l'économie mondiale », « mettre en œuvre des politiques macro-prudentielles et réglementaires pour aider à empêcher les cycles de crédit et les prix des actifs de devenir des forces de déstabilisation », « nous demandons à nos ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales de lancer le nouveau cadre en novembre en initiant un processus de coopération de l'évaluation mutuelle de nos cadres stratégiques et les implications de ces cadres pour réaliser le parcours et la durabilité de la croissance mondiale ».
- Un renforcement du système international de la réglementation financière : « nous nous engageons à prendre ensemble des mesures au niveau national et international pour relever les normes de façon à ce que nos autorités nationales mettent toujours en œuvre des normes mondiales qui assurent un niveau de concurrence équitable et qui évitent le morcellement des marchés, le protectionnisme et l'arbitrage entre les réglementations », « nous devons veiller à ne pas encourager un retour des pratiques qui ont abouti à la crise. Les mesures que nous prenons ici, une fois pleinement mises en œuvre, se traduiront par un système financier foncièrement plus fort que celui qui existait avant la crise. Si nous agissons tous ensemble, les institutions financières auront des règles plus strictes », « nous nous engageons à élaborer d'ici fin 2010 des règles internationalement acceptées pour améliorer tant la quantité et la qualité des fonds propres des banques et pour décourager un endettement excessif », « Réformer les politiques et pratiques de rémunération est un élément essentiel de notre effort pour accroître la stabilité financière », « tous les contrats dérivés de gré à gré normalisés doivent être négociés en bourse ou sur des plateformes de négociation électronique, le cas échéant, et compensées par des contreparties centrales d'ici fin 2012 au plus tard », « nous demandons à nos organismes comptables internationaux de redoubler d'efforts pour parvenir à un ensemble unique de haute qualité, avec des normes comptables internationales définies lors d'un nouveau processus indépendant, et d'achever leur projet de convergence en Juin 2011. Le cadre institutionnel de l'International Accounting Standards Board (IASB) devrait permettre de renforcer l'implication des diverses parties prenantes ».

- Réformer le mandat, la mission et la gouvernance du FMI: « Le Fonds doit jouer un rôle crucial dans la promotion de la stabilité financière mondiale et le rééquilibrage de la croissance », « moderniser la gouvernance du FMI est un élément essentiel de notre effort pour améliorer la crédibilité du FMI, sa légitimité et son efficacité ».
- « Le chemin de Pittsburgh » : « aujourd'hui, nous avons désigné les pays du G-20 comme le premier forum pour notre coopération économique internationale. Nous avons demandé à nos représentants de faire rapport à la prochaine réunion des recommandations sur la façon de maximiser l'efficacité de notre coopération. Nous avons convenu d'avoir un sommet du G-20 au Canada en Juin 2010, et en Corée en Novembre 2010. Nous prévoyons de nous réunir annuellement par la suite, et une réunion se tiendra en France en 2011 ».

Notons que le hasard a voulu que la veille de la tenue du sommet de Pittsburgh soit lancés un ABS par Wolkswagen et un RMBS par Llyods : autant dire que la titrisation revient doucement mais sûrement. Ce retour des produits financiers complexes donne raison à ceux qui estiment que le monde de la finance recommence à se comporter comme si rien ne s'était passé!

En définitive, cela démontre, et l'avenir le confirmera au centuple, que les États et les Banques centrales ont déployé des moyens énormes pour se porter au secours des systèmes bancaires (dans la zone euro, ces moyens utilisés à accorder des crédits exceptionnels et à recapitaliser représenteront plus de 40% du PIB pour la BCE et 30% du PIB pour les États) mais que la grave faute des pouvoirs publics est de ne pas avoir assorti ces sauvetages de contraintes imposées au système financier en matière de management des institutions financières et de régulation des marchés de capitaux.

Sur les places financières, la dernière semaine du mois de septembre marque une pause dans la longue hausse des cours constatée tous ces derniers mois : -2,32% pour le CAC40 (à 3739 points), -2,15% pour le DAX30, -1,75% pour le Footsie, -1,58% pour le Dow Jones, -1,97% pour le Nasdaq mais + 0,47% pour le Nikkei.

• Octobre 2009 ->

Certains souhaitent que la sortie de crise amène la BCE et les gouvernements à coopérer de manière plus intense, de façon à ce que les politiques budgétaires des États et la politique monétaire de la BCE soient le plus cohérentes possibles. Mais J.-C. Trichet, fort de l'aura dont il bénéficie en ce moment (dans son édition d'octobre, le mensuel financier « Global Finance » le classe premier des banquiers centraux, avec la note A, pour sa gestion de la crise), estime à la fois que la communication est permanente, qu'il ne peut pas y avoir de « coordination ex ante » et que de toute façon le seul véritable objectif de la BCE est la lutte contre l'inflation. Cela ne l'empêche pas de rappeler aux responsables gouvernementaux qu'il est de leur devoir d'assainir les finances publiques dès que la reprise se manifestera, c'est-à-dire, selon lui, au plus tard en 2011.

<u>Samedi 3 octobre</u>: les Irlandais votent « oui » au traité de Lisbonne avec 67,13% des voix. On peut certes estimer que ce vote peut relancer l'Europe et en améliorer le fonctionnement institutionnel mais ce traité ne change pas tellement la donne par rapport à la situation de crise : il n'y a pas de vrai gouvernement économique de la zone euro puisque l'Eurogroupe reste informel, il n'y a toujours pas de budget européen digne de ce nom, rien n'avance en matière de coordination des politiques économiques, et quelle influence aura concrètement le Président européen sur la destinée du continent ?

Sur les places boursières, la <u>première semaine</u> confirme la pause commencée la semaine précédente. Tous les indices sont à la baisse, comme s'ils avaient peur de dépasser certains seuils, les 4 000 points pour le CAC40 et les 10 000 points pour le Dow Jones et qu'ils prenaient conscience que la crise n'est pas totalement finie... Le CAC40 baisse de 2,39% (à 3650 points), le DAX30 de 2,03%, le Footsie de 1,84%, le Dow Jones de 1,84% (à 9488 points), le Nasdaq de 2,05% et le Nikkei de 5,20%. Et l'euro reste fort puisqu'il dépasse 1,46\$.

Par ailleurs, en ce début d'automne s'accentue ce qui était déjà apparu à plusieurs reprises auparavant, et en particulier au début de l'été (voir ci-dessus, pour le mois de juillet), à savoir une très forte tension sur le marché des changes. Par dessus le marché, The Independant révèle que les six pays du Conseil de coopération du Golfe envisageraient avec d'autres pays, dont la France, la Russie, la Chine et le Japon, de remplacer le dollar par un panier de monnaies (dont l'euro) pour la commercialisation du pétrole brut : une telle information, bien que démentie, assombrit encore un peu plus le contexte : la baisse du dollar pourrait se transformer en chute brutale. D'ailleurs, le dollar baisse fortement par rapport à toutes les monnaies et

l'or bat des records (plus de 1050 \$ l'once). Si bien qu'une crise des changes pourrait venir couronner la crise financière, économique et sociale actuelle. Deux catégories de facteurs pourraient expliquer une crise de change avec une chute plus ou moins brutale du dollar. La première concerne les États-Unis eux-mêmes. Primo, comme le taux directeur américain est quasiment nul, le dollar devient de plus en plus une monnaie de financement et de moins en moins une monnaie de placement. Secundo, le niveau du déficit public américain (13% du PIB) inquiète fortement les investisseurs. Tertio, la crise des subprimes a semble-t-il porté un coup net et durable à la domination monétaire du dollar. Quarto, la normalisation des marchés réduit le rôle du dollar comme monnaie-refuge. Et, quinto, le gouvernement américain donne l'impression de choisir la voie de la dévaluation compétitive en laissant « filer » sa monnaie, malgré des déclarations en faveur du dollar fort ; d'ailleurs, le rééquilibrage des balances des paiements décidé lors du G20 de Pittsburgh et l'évitement du risque de déflation aux États-Unis nécessitent en pratique un dollar faible (cela permet aux États-Unis d'exporter de la récession et d'importer de la croissance). La deuxième catégorie des autres facteurs concerne les autres pays. Primo, les stratégies de « dévaluation compétitive » se généralisent parce que plusieurs États veulent « booster » leurs exportations pour soutenir leur activité économique. Secundo, ces stratégies sont également encouragées par la sous-évaluation du yuan qui est due en grande partie à l'arrimage de la monnaie chinoise au dollar. Tertio, les investisseurs empruntent énormément de dollars pour faire à bon compte des placements dans les pays émergents, d'où à la fois des risques de bulles spéculatives et une accumulation de capitaux que les banques centrales recyclent pour l'instant dans le financement du déficit public américain, ce qui constitue une sorte de retour à l'envoyeur, mais ce qui deviendrait une menace considérable sur le dollar si elles changeaient de pratiques...

Il est évident que l'effondrement du dollar serait préjudiciable à l'économie mondiale tout entière : les États-Unis auraient du mal à recueillir les capitaux dont ils ont besoin, la compétitivité de l'économie européenne serait anéantie, la Chine et les autres pays émergents excédentaires verraient dégringoler la valeur de leurs réserves de change, et aucune autre devise n'est en mesure de remplacer le dollar comme devise-clé. Il peut donc sembler urgent d'utiliser les moyens dont on dispose pour enrayer le processus de dégradation de la valeur externe du dollar. Seulement, il y a peu de moyens, il n'y a pas nécessairement consensus pour les utiliser et surtout leur efficacité est toute relative. Ces moyens sont essentiellement de trois sortes : le maniement des taux d'intérêt (il faudrait que la Fed remonte ses taux avant les autres banques centrales), les interventions sur le marché de change, à condition qu'elles soient coordonnées, et la communication sur la politique monétaire et sur les objectifs d'inflation (pour conforter la crédibilité en matière de lutte contre l'inflation).

Pour terminer ce commentaire, faisons deux remarques. La première apporte une nuance : l'affaiblissement actuel du dollar fait suite à une période de hausse importante (mi 2008-mi 2009) au cours de laquelle la monnaie américaine a pleinement joué son rôle de valeur-refuge. Autrement dit, la phase actuelle est d'une certaine façon une phase de normalisation. La seconde remarque est un rappel : la situation actuelle montre l'actualité du « paradoxe de Triffin », selon lequel l'utilisation du dollar comme devise-clé nécessite que la balance américaine soit déficitaire pour que l'économie mondiale soit suffisamment alimentée en liquidités internationales, ce qui, à la longue, porte atteinte à la confiance que les agents économiques étrangers mettent en cette monnaie.

Pour la zone euro, la conséquence immédiate de cette évolution est une forte appréciation de l'euro : il dépasse 1,48\$ la deuxième semaine, 1,49 le 14 et frôle 1,50 le 15 et le 16 (1,4967\$). Et cela est d'autant pus grave que le yuan, toujours non convertible et toujours accroché au dollar, baisse également. Si bien que la zone euro est victime d'une « double peine » : ses exportations souffrent de l'euro fort d'un côté et les importations de produits chinois sont encouragées.

Pour beaucoup d'autres pays, comme d'une part ceux d'Asie et d'autre part l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada (dont les dollars, considérés comme relativement risqués, sont recherchés par les investisseurs qui reprennent de l'appétit pour le risque), la baisse du dollar fragilise leur reprise : les banques centrales de la Corée du Sud, de l'Indonésie, de la Thaïlande et de Hongkong interviennent le <u>8</u> octobre sur le marché des changes en achetant massivement du dollar de façon à en soutenir le cours.

Notons que le <u>6 octobre</u> la banque centrale d'Australie augmente d'un quart de point son taux directeur, à 3,25% : c'est la première banque centrale d'un pays du G20 à augmenter son taux directeur depuis le début de la crise ; la Banque centrale de Norvège sera la première en Europe à augmenter le sien, le 28 octobre. Notons que l'Australie augmentera par la suite et à plusieurs reprises son taux directeur ; c'est l'un des rares pays industrialisés qui ne connaîtra pas la récession en 2009. Ce n'est pas pour autant le début d'un mouvement de « normalisation » monétaire dans la phase de reprise : lors de sa réunion mensuelle, tenue à Venise le <u>jeudi 8</u> octobre, la BCE affirme que le niveau actuel de ses taux directeurs est « approprié » ; et, le même jour, le Président de la Fed considère que « les politiques accommodantes se justifieront sans doute pendant une période prolongée ».

Sur les places financières, la <u>deuxième semaine</u> met fin à la phase précédente de baisses et les hausses reprennent, sans savoir d'ailleurs exactement pourquoi : les marchés semblent désemparés, tellement les informations dont ils disposent sont contradictoires. Le CAC 40 gagne durant cette semaine + 4,1%, le DAX30 + 4,46%, le Footsie + 3,47%, le Dow Jones + 3,98%, le Nasdaq + 4,45% et le Nikkei + 2,92%.

La <u>troisième semaine</u> enregistre toujours des hausses : +0,74% pour le CAC40 (3828 points), +0,55% pour le DAX30, +0,55% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +0,82% pour le Nasdaq et +4,32% pour le Nikkei. Lors de cette semaine, le Dow Jones dépasse la barre des 10 000 points, ce qui correspond à une remontée très –trop- rapide en comparaison des autres épisodes de crise : des experts pensent qu'il ya emballement des marchés et estiment qu'une bulle spéculative est déjà en train de gonfler (L'économiste américain Nouriel Roubini estime que c'est « trop, trop vite, trop tôt »). Comme le prix du baril atteint de son côté les 80\$, on peut se demander s'il n'y a pas en même temps la formation d'une bulle sur le prix du pétrole, gonflée elle aussi par une surliquidité généralisée.

Le 16 octobre, le Premier ministre grec Georges Papandréou annonce qu'en arrivant aux affaires en succédant à Kostas Karamanlis il a constaté que les statistiques concernant le déficit et la dette de l'État sont fausses. Cette déclaration marque le début de la « crise de la dette souveraine_grecque » qui va empoisonner la zone euro jusqu'à mettre en cause sa survie. Comme l'écrit Jean Pisani-Ferry dans son ouvrage « Le réveil des démons » (Fayard – nov. 2011), « c'est le 16 octobre que l'euro cessa d'être ennuyeux » parce que « la monnaie, en effet, est là pour se faire oublier », ce qui s'est effectivement passé pendant les 10 premières années d'existence de l'euro. On retrouve ici la vision classique de la monnaie : elle doit être neutre, ne pas perturber la sphère réelle. Il est de fait que, dans le cadre de l'étalon-or du 19ème siècle, l'inflation était mécaniquement contenue et que donc l'étalon monétaire était fiable, et qu'il a suffi d'abandonner l'étalon-or pour que l'inflation devienne un problème et que cela nuise à la stabilité de l'étalon monétaire, d'où l'analyse monétaire de Keynes. Concernant la zone euro, ce qui a provoqué le retournement est essentiellement la divergence progressive entre les économies la composant, avec d'un côté l'Allemagne qui s'imposait un régime d'austérité pour digérer la réunification, et de l'autre des pays (du Sud) qui profitaient goulûment des taux d'intérêt bas que la faible inflation générale permettait. D'ailleurs, comme leurs taux d'inflation étaient de surcroît plus élevés que la moyenne, les taux d'intérêt en termes réels encourageaient encore plus nettement à l'endettement, d'où l'augmentation des dépenses, et par conséquent l'accélération de l'inflation, avec progressivement la formation de bulles, en particulier dans l'immobilier. C'est tout spécialement le cas de l'Espagne, alors que la Grèce a davantage un problème de finances publiques et que le Portugal a principalement un problème de compétitivité. La France est plutôt dans ce troisième cas. En dix ans, la situation France-Allemagne s'est renversée : alors que lors de la création de l'euro, en 1999, et contrairement aux habitudes, la France a un excédent extérieur record (ses exportations représentent 26% du PIB et ses importations 24%) et que l'Allemagne est au contraire en déficit (mêmes ordres de grandeur que pour la France), dix ans plus tard, l'Allemagne est à nouveau en plein excédent (avec X = 47% du PIB (!) et M = 41%) et la France renoue avec ses déficits (X = 27% et M = 29%) : l'écart de compétitivité entre l'Allemagne et la France ne va pas cesser de se creuser par la suite. En définitive, pendant que l'Allemagne s'est imposé une cure d'austérité pour absorber le coût de la réunification, d'autres pays se sont comportés comme des cigales : pendant ces années 2000, la consommation par tête n'a progressé en Allemagne que de 9% contre 19% en France, 22% en Espagne et 39% en Grèce... La conséquence en est la formation de déséquilibres qui sont, entre autres facteurs, à l'origine de la crise de la zone euro.

Ajoutons un raisonnement produit par Éric Toussaint dans Le Monde du 22 janvier 2015, à la veille des élections législatives qui verront la forte victoire de Syriza, le parti de la gauche radicale grecque : « un audit montrera que les banques privées européennes ont fortement augmenté leurs crédits à la Grèce entre fin 2005 et 2009 (ils ont augmenté de plus de 60 milliards d'euros, passant de 80 milliards à 140 milliards), sans tenir compte de la capacité réelle de la Grèce à rembourser. Les banques ont agi de manière aventureuse, convaincues que les autorités européennes viendraient à leur secours en cas de problème. L'audit montrera que le plan de sauvetage de la Grèce mis au point par les instance européennes avec l'aide du FMI a en réalité servi à permettre aux banques de continuer à recevoir des remboursements de la part de la Grèce, tout en transférant leur risque sur les États à travers la « troïka » ».

Le <u>21 octobre</u>, l'euro franchit pour la première fois depuis août 2008 la barre des 1,50 \$ en cotant 1,5056 : la monnaie européenne est par conséquent environ 14% au-dessus de sa moyenne sur les 15 dernières années en termes de taux de change effectif! On a déjà expliqué que ce mouvement de change s'explique davantage par la faiblesse du dollar que par la force de la monnaie européenne. Il n'empêche que l'économie européenne semble en ressentir plus d'inconvénients (notamment en termes de compétitivité) que d'avantages (notamment en termes de désinflation importée). Des travaux montrent qu'une hausse de 10% du taux de change équivaut à une hausse de 100 points de base des taux directeurs et que cela entraîne une baisse du PIB de 0,1 point pour la zone euro.

En fin de semaine, <u>le 24</u>, le Bourses marquent une pause malgré des informations meilleures que prévues concernant les résultats d'entreprises. Pourtant la semaine avait bien commencé (le CAC40 battait un nouveau record pour l'année à 3892 points) mais les investisseurs, ne sachant pas quelle vigueur aura la croissance qui suivra la reprise préfèrent prendre leurs bénéfices, d'où une majorité de baisses : -0,51% pour le CAC40 (à 3808 points), -0,05% pour le DAX30, +1,01% pour le Footsie, -0,24% pour le Dow Jones, -0,11% pour le Nasdaq et +0,25% pour le Nikkei.

La <u>dernière semaine</u> d'octobre accentue la pause sur les marchés qui enregistrent même une baisse très sensible, parce qu'il semble que les investisseurs se posent de plus en plus de questions sur la qualité de la reprise, et notamment celle de savoir si les statistiques actuelles, relativement favorables, ne sont pas la conséquence directe des plans de relance et que, une fois passés les effets de ceux-ci, les résultats macroéconomiques et microéconomiques pourraient se retourner assez rapidement. Le CAC40 baisse de 5,27% (à 3608 points), le DAX30 de 5,67%, le Footsie de 3,78%, le Dow Jones de 2,60% (à 9713 points), le Nasdaq de 5,08% et le Nikkei de 2,41%. Ces chute des Bourses se traduit sur le marché des changes par un remontée du dollar : l'euro passe en dessous de 1,48\$; il perd par conséquent ses gains des deux semaines précédentes.

Ce pessimisme mériterait cependant d'être tempéré par des performances tout à fait satisfaisantes des pays émergents, en particulier de la Chine, dont la croissance soutenue ne peut qu'être favorable au reste du monde.

• <u>Novembre 2009</u> ->

<u>Mardi 3</u>, le président tchèque annonce qu'il a terminé la procédure de ratification du traité de Lisbonne. Celui-ci va donc pouvoir entrer en application le 1^{er} décembre. Dès lors se pose la question de la désignation des personnalités qui occuperont les nouveaux postes prévus, celui de Président du Conseil pour deux ans, et celui de représentant pour les relations extérieures.

Mais une autre question, plus importante que celle des personnalités appelées à occuper ces nouveaux postes, est de savoir si ces changements vont réellement simplifier le fonctionnement des institutions européennes et promouvoir la place de l'Europe sur l'échiquier mondial. Car, si l'on compte bien, l'Europe aura quatre têtes : le Président permanent du Conseil, le représentant pour les affaires étrangères, le Président de la Commission européenne et le chef d'État qui assure la présidence tournante, sans compter le Président de la BCE ni celui du Parlement européen. D'ailleurs, les réserves et même les critiques que font les responsables américains à l'endroit de l'Europe illustrent l'incapacité de l'UE à défendre sa place sur l'échiquier mondial.

<u>En ce début novembre</u>, la Banque centrale australienne élève à nouveau, pour la deuxième fois depuis début octobre, ses taux directeurs. Par contre, ni la BCE ni la Fed ne changent les leurs. Il n'empêche que le sentiment général est que les différentes banques centrales préparent la fin des mesures d'urgence : comme le précise J.-C. Trichet lors de sa conférence de presse, « compte tenu de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers, toutes les mesures destinées à soutenir la liquidité ne seront pas aussi nécessaires que par le passé. Le Conseil des gouverneurs va donc faire en sorte que ces mesures soient retirées de façon graduelle et au moment opportun ».

La <u>fin de la première semaine</u> se termine sur les places boursières occidentales par une reprise d'une partie du chemin perdu précédemment : + 2,76% pour le CAC40 (à 3707 points), + 1,35% pour le DAX30, + 1,95% pour le Footsie, + 3,20% pour le Dow Jones, + 3,29% pour le Nasdaq mais – 1,03% pour le Nikkei. Le dollar poursuit sa baisse (et donc l'euro son appréciation) : plusieurs banques centrales asiatiques réagissent en achetant de l'or pour diversifier davantage leurs réserves, d'où un nouveau record pour l'once d'or à 1 121\$ (notons que le métal jaune ne représente cependant pour l'instant que 2% des réserves mondiales de change).

Sur les places boursières, la <u>deuxième semaine</u> prolonge la première : + 2,66% pour le CAC40 (à 3806 points), + 3,62% pour le DAX30, + 2,99% pour le Footsie, + 2,46 % pour le Dow Jones, + 2,62% pour le Nasdaq mais – 0,19% pour le Nikkei. Le dollar continue à baisser : l'euro a dépassé en cours de semaine 1,50\$; et les experts considèrent que la dépréciation du dollar se poursuivra tant que les taux de la Fed seront très bas et feront du dollar une monnaie de financement beaucoup plus que de placement.

D'après les informations statistiques d'Eurostat, après cinq trimestres consécutifs de recul, le PIB de la zone euro –et celui de l'UE globalement- enregistre pour le troisième trimestre 2009 une progression, de 0,4%. Autrement dit, même si sur l'ensemble de l'année l'activité enregistrera une forte récession (aux alentours de 4%), la sortie de crise semble ainsi bien confirmée par les chiffres. Il n'empêche que cette reprise est fragile et qu'elle est surtout inégale selon les pays : l'Allemagne en est le premier moteur et la France le second ; mais le Royaume-Uni et l'Espagne sont à la traîne. La reprise s'explique par le dynamisme des exportations, qui profitent davantage de la croissance mondiale qu'elles ne souffrent de la force de l'euro ; et sa fragilité par la faiblesse de la demande intérieure que pénalisent le chômage actuel et celui anticipé pour les mois à venir.

Dans le cadre du traité de Lisbonne, le sommet européen qui se tient à Bruxelles le <u>jeudi 19</u> désigne le premier Président du Conseil et le premier haut représentant pour les affaires étrangères. Il s'agit respectivement de Herman Van Rompuy, alors premier ministre belge, et de Catherine Ashton, l'actuelle commissaire britannique au commerce.

En <u>fin de troisième semaine</u>, comme les investisseurs ont des informations de plus en plus nombreuses selon lesquelles la reprise est bien là mais qu'elle va être très probablement bien molle, les indices boursiers sont presque tous orientés à la baisse : - 2,01% pour le CAC40 (à 3729 points), - 0,42% pour le DAX30, - 0,85% pour le Footsie, + 0,46% pour le Dow Jones, -1,01% pour le Nasdaq et -2,79% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, l'euro évolue entre 1,48 et 1,49\$. Malgré les déclarations aux États-Unis, aussi bien des responsables gouvernementaux que du Président de la Fed, de nombreux pays émergents réagissent : non seulement en matière de taux directeurs mais même en matière de contrôle des mouvements de capitaux. Car les opérations de « carry trade » qui continuent à se développer dopent excessivement leurs monnaies

Le <u>mardi 24</u>, la Commission des Communautés européennes fait paraître un document de travail intitulé « <u>Consultation sur la future stratégie "UE 2020"</u> », qui est en quelque sorte une suite de la « stratégie de Lisbonne » choisie en 2000 pour faire de l'Union européenne l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde en dix années (ce document peut être consulté à l'adresse Internet : http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/eu2020_fr.pdf). On connaît le bilan de cette stratégie, globalement très mitigé et très diversifié selon les pays. Selon L. Cohen-Tanugi (Le Monde du 26 décembre), ce document « n'est pas à la hauteur des défis qu'il identifie lui-même. Malgré quelques progrès bienvenus, tels que l'abandon de la "marque Lisbonne" ou l'accent mis sur la dimension extérieure et la nécessité d'une meilleure coordination entre les différentes politiques, "la vision" de la Commission pour 2020 ressemble à s'y méprendre au processus qu'elle prétend remplacer ».

Le <u>mercredi 25</u> au soir, l'émirat de Dubaï annonce que son holding financière publique Dubaï World est dans l'incapacité d'honorer ses dettes (59 milliards de dollars, soit environ 70% de la dette totale de l'émirat) et demande leur rééchelonnement. L'émirat se trouve ainsi théoriquement au bord de la faillite. Cela est compris comme une forte résurgence de la crise alors que l'on pensait être en phase de reprise : cela est en effet une sorte de répétition de la faillite de Lehman Brothers (le secteur de l'immobilier est également directement concerné), sauf qu'ici ce ne sont pas des dettes privées qui ont été accumulées mais une dette souveraine et qu'il n'y a pas de risque systémique. Néanmoins, avec les difficultés rencontrées par certains pays (Irlande, Grèce) et le poids financier des plans de relance décidés un peu partout, le problème des dettes souveraines, autrement dit de l'endettement public, préoccupe de plus en plus non seulement les analystes mais aussi les marchés (l'inquiétude de ceux-ci se lit d'ailleurs dans les primes de risques différentielles exigées par les investisseurs).

Certains auteurs estiment que cette demande de restructuration de dette par l'émirat de Dubaï marque le véritable départ de la crise grecque dans la mesure où c'est, selon eux, cet évènement qui a modifié complètement le comportement des marchés par rapport aux dettes souveraines. C'est en effet à partir de cette date que les taux des emprunts grecs à 10 ans montent en flèche.

Le <u>vendredi 27</u>, la composition de la nouvelle Commission européenne est officialisée : après d'âpres négociations, le Français Michel Barnier, considéré comme partisan d'une régulation financière plus forte, devient le commissaire pour le « Marché intérieur et services financiers ».

La quatrième semaine et donc le mois de novembre se terminent sur les places financières par un mouvement de recul : - 0,21% pour le CAC40 (à 3721 points), - 0,40% pour le DAX30, - 0,11% pour le Footsie, - 0,10% pour le Dow Jones, - 0,35% pour le Nasdaq et – 4,50% pour le Nikkei. Mais ce recul tient compte des effets de l'annonce de la quasi-faillite de Dubaï : en une seule journée, les cours boursiers ont chuté de 3% en moyenne : - 3,41% pour le CAC40, - 3,25% pour le DAX30 et – 3,18% pour le Footsie. Comme les investisseurs se sont reportés des marchés financiers sur les marchés monétaires en achetant des bons du Trésor, les taux longs ont baissé au cours de cette semaine agitée. Sur le marché des changes, tout logiquement, le dollar retrouve un peu son rôle de valeur refuge : certes, il continue sa baisse face au yen, mais il se réapprécie face à l'euro (qui est passé de 1,5134\$ le mercredi, son plus haut niveau depuis l'été 2008, à 1,4828\$ le vendredi).

• Décembre 2009 ->

Le mercredi 2, le Conseil Écofin propose de mettre en place de nouvelles autorités européennes de supervision financière de façon à remédier au manque de cohérence qui résulte des décisions que prennent les autorités nationales. Le texte adopté par le Conseil s'inspire des conclusions du rapport remis à la Commission européenne en février par Jacques de Larosière et des propositions législatives faites par la Commission le 23 septembre et le 26 octobre pour constituer un système européen de surveillance financière (SESF). Il prévoit la création d'une autorité de supervision des risques macroéconomiques - le Comité européen du risque systémique (le CERS) - et de trois autorités de régulation pour les marchés, les banques et l'assurance (les ESA, Autorités de Supervision Européennes), dont les recommandations à l'égard des superviseurs nationaux auront un caractère contraignant. Il s'agit pour les marchés de l'ESMA (European Securities ans Markets Authority) ou, en français l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers), pour les assurances de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), ou, en français, l'AEAPP (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) et pour les banques de l'EBA (European Banking Authority) ou, en français l'ABE (Autorité bancaire européenne). Ces ESA remplaceront à partir de l'année prochaine les trois comités, purement consultatifs, qui existent actuellement pour la surveillance microfinancière (c'est-à-dire la surveillance exercée au niveau de chaque établissement financier) : le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), le comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP), et le comité européen des contrôleurs bancaires (CECB). Les directives européennes correspondant respectivement au secteur des assurances et à celui des banques sont la directive « Solvabilité II » et la directive « CRD IV » (CRD = « Capital Requirements Directive », soit en français « directive sur le fonds propres réglementaires »).

Le <u>jeudi 3</u>, après la réunion mensuelle du Comité de politique monétaire, le Président de la BCE annonce à la fois le maintien des taux directeurs et une sortie progressive du dispositif des « mesures non conventionnelles » mis en place pour lutter contre les effets de la crise financière. Cela commencera par l'arrêt le 16 de ce mois des opérations de refinancement exceptionnel sur un an. Et le dernier prêt qui se fera à cette date sera à taux indexé et non pas au taux principal de refinancement de 1% (les banques ne connaîtront donc le coût de leur emprunt que dans un an, d'où une incitation à la prudence). Cette annonce surprend les investisseurs au point que l'euro monte jusqu'à 1,5141 \$!

À la <u>fin de la première semaine</u> du mois de décembre, comme les inquiétudes concernant l'économie de Dubaï sont apaisées et que les statistiques sur l'emploi sont moins mauvaises que prévu de part et d'autre de l'Atlantique, les Bourses repartent à la hausse : + 3,36% pour le CAC40 (à 3847 points), + 2,32% pour le DAX30, +1,46% pour le Footsie, + 0,77% pour le Dow Jones, + 2,61% pour le Nasdaq et + 10,36% pour le Nikkei!

Mais les informations inquiétantes concernant la situation des finances publiques de plusieurs pays, avec en Europe celle des « PIGS » (Portugal, Irlande, Grèce et l'Espagne -Spain) jettent le trouble sur les marchés lors de la <u>deuxième semaine</u>: -1,12% pour le CAC40 (à 3804 points), -1,05% pour le DAX30, -1,14% pour le Footsie, +0,80% pour le Dow Jones, -0,18% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei (en ce qui

concerne la Grèce, plusieurs agences de notation abaissent leur note de dette à long terme). L'euro cote 1,46220 \$.

Lors de la <u>troisième semaine</u>, et malgré l'amélioration de la conjoncture américaine et le statu quo des taux directeurs de la Fed, la situation des dettes publiques inquiète toujours beaucoup les marchés : -0,24% pour le CAC40 (à 3794 points), +1,30% pour le DAX30, -1,23% pour le Footsie, -1,36% pour le Dow Jones, +0,98% pour le Nasdaq et +0,34% pour le Nikkei. Le contraste entre la reprise américaine et les difficultés des PIGS, et en particulier de la Grèce, explique que le dollar reprend de la vigueur : en cette semaine, l'euro perd face à lui 2% en passant de 1,4615\$ à 1,4337\$. Mais à quelque chose malheur est bon : cette baisse relative de la monnaie unique est une bonne nouvelle pour les exportateurs européens.

Noël donne quelques ailes aux Bourses : +2,14% pour le CAC40 (à 3913 points), +0,91% pour le DAX30, +3,54% pour le Footsie, +2,06% pour le Dow Jones, +4,85% pour le Nasdag et 3,48% pour le Nikkei.

Sur l'année 2009, les Bourses enregistrent des progressions dont l'ampleur tranche avec l'atmosphère de crise économique dans laquelle nous sommes encore (le commerce mondial a reculé de 12% en 2009, score sans précédent depuis 1945). L'indice MSCI World, qui mesure l'évolution de l'ensemble des places financières, montre un gain de 28%, score jamais atteint depuis 2003..., avec +22,3% pour le CAC 40, +23,8% pour le DAX30, +22,1% pour le Footsie, +18,8% pour le Dow Jones, +43,9% pour le Nasdaq et +19% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4358\$. Au final, la monnaie européenne a progressé par rapport au dollar de 2,65% environ sur cette année 2009 (de 3,36% face au yen et de 2,33% face au yuan ; mais la Livre sterling s'est au contraire appréciée face à l'euro de 6,17%).

En cette fin d'année 2009, c'est-à-dire à la fin de la dixième année d'existence de la monnaie unique européenne, on peut dresser le tableau suivant pour établir un bilan provisoire :

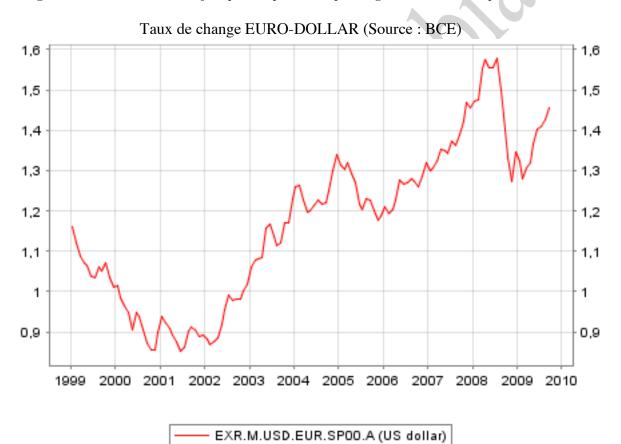
	0 11		
Ce que l'euro a réussi	Ce que l'euro a raté		
La stabilité monétaire.	Pas de « gouvernement économique »		
	européen, d'où l'absence d'une politique		
	économique commune. Même la coordination		
	des politiques nationales est difficile et se		
	transforme en une stratégie du chacun pour		
	soi dès que la conjoncture devient difficile.		
Une inflation sous contrôle.	Une croissance poussive et une politique		
	monétaire unique qui ne renforce pas, tout au		
	contraire, la convergence des économies des		
	États membres.		
Une nouvelle monnaie de réserve.	La reconnaissance internationale de l'euro		
	dépend directement du statut du dollar et		
	même maintenant du yuan.		
Une monnaie forte (avec ses avantages mais	Le PSC n'est pas correctement appliqué, d'où		
aussi avec ses inconvénients lorsque	des difficultés en matière de finances publiques		
l'appréciation est importante).	(que la crise ne fait qu'aggraver).		
Une protection contre les crises de change	Plusieurs pays ont financé leur croissance		
intraeuropéennes.	à crédit en profitant de taux bas, à la fois pour		
	le long terme et le court terme ;		
	avec pour conséquence la constitution de		
	bulles spéculatives comme en Espagne		
	ou un surendettement public comme en Grèce.		
	Le PSC devrait se préoccuper		
	autant de l'endettement privé		
	que de l'endettement public.		
Pour les pays trop endettés, protection contre	Mais, pour les pays trop endettés,		
l'effondrement de leurs monnaies et	impossibilité de dévaluer pour retrouver de la		

contre une augmentation prohibitive de leurs	compétitivité ou de laisser filer l'inflation pour
taux d'intérêt.	diminuer le poids de la dette
	(d'où la nécessité d'ajustements réels
	douloureux comme la baisse des salaires,
	l'augmentation de la pression fiscale et la
	réduction drastique des dépenses publiques).

La forte détériorat ion des finances publiques

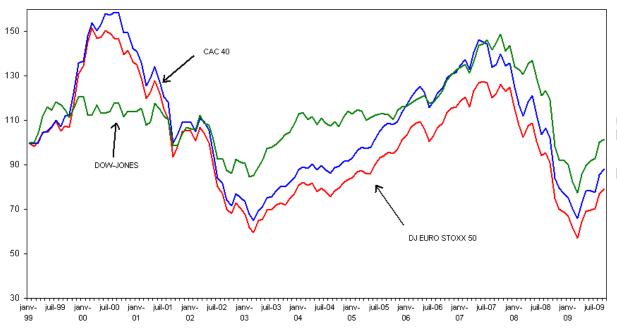
plusieurs membres de la zone euro inquiète les marchés. Mais il est difficile de concevoir pour autant la mise en faillite de ces États. Des solutions sont envisageables pour faire jouer la solidarité européenne nécessaire : le rééchelonnement, l'aide de la Banque européenne d'investissement, l'émission d'obligations au niveau européen, la prolongation par la BCE de ses mesures non conventionnelles de politique monétaire.

Cette fin d'année 2009 correspond en réalité à un tournant très important de la crise économique et financière qui a commencé au cours de l'été 2007 et qui s'est aggravée en septembre 2008. En effet, jusqu'ici, on a pu croire qu'il y avait un retour en force du keynésianisme du fait du volontarisme des interventions des pouvoirs publics et de l'obsession de la re-régulation de la finance mondiale. Mais dorénavant, la détérioration des finances publiques est de plus en plus anxiogène et les marchés redeviennent les censeurs des politiques monétaires et budgétaires : le keynésianisme laisse déjà la place à la théorie néoclassique et au principe ricardien! Mais, selon nous, pour le bien de l'Europe et pour le maintien de son rang dans l'économie mondiale, il faut plutôt espérer une reprise urgente des idées schumpétériennes...



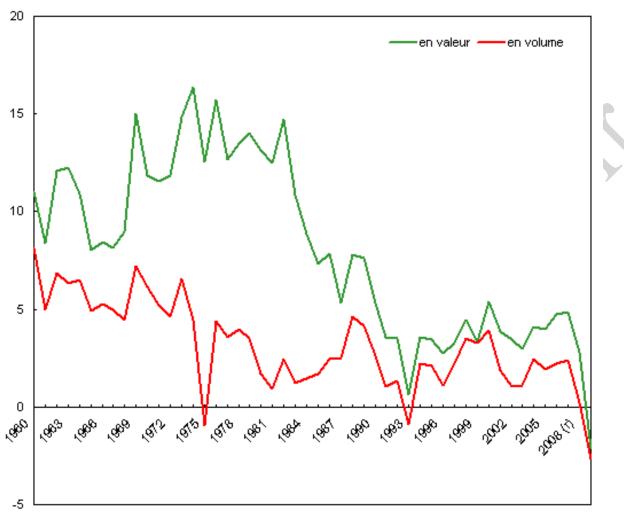
Indices boursiers

en moyenne mensuelle (base 100 en janvier 1999)



Évolution du PIB en France

évolution par rapport à l'année précédente en %



r : données révisées.

Champ: France.

Source: Insee, comptes nationaux - base 2000.