

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (1)

Depuis la crise financière 2007-2008 et l'année 2008

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 BIALÈS

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.

§6) DEPUIS MI-2007 : LA CRISE DES SUBPRIMES ET LES DOUTES SUR LA ZONE EURO.

• 22 juin 2007 -> Bear Stearns annonce la fermeture de deux de ses hedge funds. C'est vraiment le début de la crise que l'on appellera la crise des subprimes.

• Juillet et août 2007 -> après une phase d'accalmie, l'euro repart à la hausse en ce début juillet et bat même son record historique contre le dollar puisqu'il grimpe jusqu'à 1,374\$ le mardi 10 puis 1,3794 le jeudi 12. Et il passe la barre des 1,38\$ en atteignant 1,3812 le vendredi 13, 1,3833 le mercredi 18, 1,3843 le vendredi 20, 1,3845 le lundi 23, 1,3852 le mardi 24.

Mais, en fin de mois, l'effondrement du crédit immobilier américain (essentiellement dans les États de Californie, de Floride et du Texas) déclenche une **crise financière** que les banques centrales tentent de contenir en injectant beaucoup de liquidités, ce que fait en particulier la BCE le 9 août. La perte de confiance accroît l'aversion au risque, d'où une remontée du dollar, toujours considéré comme une monnaie refuge : l'euro recule donc, notamment à 1,3483\$ le mercredi 15 août, son plus bas niveau depuis fin juin.

• Septembre 2007 -> La crise financière commencée en août dans le secteur du crédit immobilier se prolonge et donne des signes d'aggravation et d'extension. L'économie américaine s'en ressent de plus en plus : sa croissance et l'emploi en sont compromis. Le dollar connaît donc de grandes difficultés, ce qui amène l'euro à battre son record historique le mercredi 12 en atteignant 1,3914\$. Le même jour, le baril de pétrole (light sweet crude) bat à New York son record historique depuis sa cotation en dépassant la barre des 80\$, à 80,18.

Le jeudi 13, l'euro bat son record de la veille en allant jusqu'à 1,3927\$.

Le mardi 18 septembre, la Fed décide de baisser ses taux directeurs, et significativement puisque son principal taux directeur passe de 5,25% à 4,75%. Cette baisse, la première depuis juin 2003, clôt une phase de 17 hausses successives. Cette décision entraîne aussitôt une flambée à la fois de l'euro et du prix du baril de pétrole : l'euro enregistre en effet à nouveau un nouveau record à 1,3988\$ et le baril est monté jusqu'à 82,38\$ lors des échanges électroniques, ce qui constitue là aussi un nouveau record historique.

Le mercredi 19 septembre, le prix du baril atteint 82,51\$.

Le jeudi 20 septembre, l'euro dépasse pour la première fois le seuil des 1,40 et frôle même 1,41 en atteignant 1,4098\$. Le baril de pétrole bat lui aussi son précédent record historique à 83,71\$. L'or atteint de son côté 738,6\$ l'once, qui est son cours le plus élevé depuis 27 ans : le métal jaune garde à n'en point douter son rôle de valeur refuge.

Le vendredi 21 septembre, l'euro franchit la barre des 1,41\$ puisqu'il touche le pic de 1,4120\$, et le baril passe à 84,10\$ lors des transactions électroniques.

Les jours suivants, le dollar continue à s'effriter : par exemple, l'euro monte le lundi 24 à 1,4130\$ et le mercredi 26 à 1,4162\$ (ce même jour, l'euro atteint son plus haut niveau par rapport à la livre sterling depuis janvier 2005 en cotant 70,23 pence). Le jeudi 27, l'euro se rapproche du seuil des 1,42\$ en cotant 1,4189 et le dépasse le vendredi 28 à 1,4278 (ce même jour, le baril de pétrole brut américain bat son précédent record à 83,5\$ et le Brent de la Mer du Nord franchit pour la première fois la barre des 81\$).

• Début octobre 2007 -> Le taux de change de la monnaie unique se maintient à des niveaux élevés. L'euro bat même son record par rapport au Franc suisse : il cote en effet 1,6927 le 10/10.

Le baril de pétrole brut léger américain (le contrat novembre pour le "light sweet crude") reste lui aussi à des prix élevés, au point de battre à plusieurs reprises ses précédents records et de passer la barre des 89\$!

Certains experts estiment que le seuil psychologique des 100\$ pourrait être atteint à cause de la conjonction de plusieurs facteurs : une offre contractée (avec en particulier une diminution des réserves pétrolières américaines), une demande toujours forte malgré la décélération de la croissance aux États-Unis, la faiblesse du dollar, une baisse des stocks à l'approche d'un hiver que l'on annonce rigoureux, la question iranienne et des tensions politiques entre la Turquie et l'Irak.

Par ailleurs, la crise continue à malmener le système bancaire : Citigroup annonce une chute de 57% de son bénéfice au troisième trimestre.

- Octobre et novembre 2007 ->

- Le 18 octobre, les records précédents sont battus et deux seuils importants sont franchis : l'euro passe la barre des 1,43 en cotant 1,4320\$ et le prix du « light sweet crude » passe celle des 90\$ en cotant 90,02\$ sur le Nymex (New York Mercantile Exchange).

Par la suite, ces records sont eux-mêmes pulvérisés :

Le « light sweet crude » cote même 92,22\$ le 26/10 et 93,19\$ le 29/10 pour dépasser la barre des 96\$ le 1/11 à 96,24, celle des 97\$ le 6/11 à 97,07, celle des 98\$ le 7/11 à 98,62 lors des échanges électroniques et celle des 99\$ le 21/11 à 99,29.

L'euro continuera lui aussi à grimper tout au long du mois, non seulement par rapport au dollar (il est à 1,4348\$ le 22/10, 1,4393 le 26/10, 1,4438 le 29/10, 1,4441 le 30/10 par exemple), mais aussi par rapport au yuan chinois (+5% depuis 2005) et par rapport au yen japonais (+ 29% depuis mi-2005). L'euro franchit même la barre des 1,45\$ en cotant 1,4504 le 31/10 puis 1,4528 le 2/11, 1,4570 le 6/11 (et l'once d'or dépasse 800\$, record depuis 1980) : il faut dire que la Fed vient de baisser à nouveau ses taux directeurs, ce qui réduit encore davantage l'écart de rémunération avec l'euro. L'euro cote même 1,4731\$ le 7 novembre, 1,4752 le 9, 1,4814 le 20, 1,4875 le 22, 1,4967 le 23.

Dans sa chronique du 21/10/2007, dans le journal Le Monde, Eric Le Boucher conclut qu'il faut que l'on apprenne désormais à vivre avec un pétrole cher (« un baril à 100, 150 dollars ? Plus encore ? Pas impossible ») et avec un dollar faible (« un euro à 1,50, 1,60 dollar ? Plus encore ? Pas impossible »). Il n'empêche que la croissance mondiale ne peut que s'en ressentir négativement : pour l'Europe, le pétrole lui coûte certes relativement moins cher que si l'euro était moins haut mais la compétitivité de ses produits est de plus en plus affectée ; pour les États-Unis, la cherté du pétrole se rajoute à la crise de l'immobilier ; et pour les pays émergents comme la Chine, grands consommateurs d'énergie, la situation commence à être préoccupante.

- Lors d'un sommet informel, les dirigeants des 27 pays de l'UE approuvent au petit matin du 19/10 le nouveau traité institutionnel, après deux années de négociations : le but est d'effacer l'échec du projet de traité constitutionnel et de sortir des difficultés de fonctionnement de l'UE contenues dans le Traité de Nice. Ce nouveau traité est parfois appelé « traité simplifié » parce qu'il doit remplacer feu le projet de constitution européenne en éliminant ce qui n'était pas admis par ses détracteurs (en particulier le qualificatif de constitutionnel et les trois symboles de l'Union : le drapeau, l'hymne et la devise). On lui préfère cependant le nom de « traité modificatif » pour insister sur le fait qu'il ne se substitue pas aux traités existants comme l'aurait fait le traité constitutionnel mais qu'il les amende. Il sera signé à Lisbonne le 13 décembre, pour ensuite être ratifié par tous les pays, et entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2009.
- Le 19 novembre, entre en production la plateforme de paiement **TARGET2**, qui fait suite, comme son nom le souligne à TARGET qui correspond à la 1^{ère} génération de système de paiement de montants élevés de l'Eurosystème. Les grands principes d'organisation de TARGET2 ont été adoptés par le Conseil des gouverneurs de la BCE le 24 octobre 2002. Comme TARGET2 est un système de paiement brut en temps réel, le règlement des opérations intervient de manière continue, transaction par transaction, sans compensation. Les règlements sont effectués en monnaie de banque centrale. Ils sont irrévocables et inconditionnels, de sorte que la finalité des paiements est assurée de façon continue tout au long de la journée.

Pour avoir des informations sur les modalités de fonctionnement de TARGET2, voir : <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.fr.html> ou <https://www.banque-france.fr/stabilite-financiere/infrastructures-de-marche-et-systemes-de-paiement/target2-banque-de-france>.

- Le 28 novembre, le fonds souverain d'Abu Dhabi injecte 7,5 milliards de dollars dans Citigroup et acquiert ainsi 4,9% du capital de cette banque américaine.

• 12 décembre 2007 -> une vaste opération sur les marchés du crédit est menée de manière concertée par la Fed, la BCE, la BoE, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada. Ces Banques centrales annoncent toute une série de mesures techniques destinées à offrir des liquidités au monde bancaire.

• 13 décembre 2007 -> Conformément à ce qui avait été prévu le 19 octobre, signature à Lisbonne du traité « réformateur », ou traité simplifié. Ce traité, appelé aussi **traité de Lisbonne**, contient essentiellement sept nouveautés :

premièrement, l'élection d'un Président du Conseil européen pour deux ans et demi renouvelable une fois (d'où la notion de « président stable »),

deuxièmement, la création d'un haut représentant de l'UE pour les affaires étrangères et la politique de sécurité,

troisièmement, l'élection du Président de la Commission européenne par le Parlement, sur proposition du Conseil,

quatrièmement, l'extension au sein du Conseil du vote à la double majorité (55% des États-membres représentant 65% de la population),

cinquièmement, le Parlement devient avec le Conseil des ministres le législateur principal,

sixièmement, les Parlements nationaux ont un droit de regard plus important sur l'élaboration des textes européens,

et septièmement, la procédure de « coopération renforcée » introduite par le traité d'Amsterdam est relancée pour permettre à neuf pays au moins de constituer une « avant-garde » dans tel ou tel domaine.

Au traité de Lisbonne proprement dit est adjoint un certain nombre de protocoles à annexer au traité sur l'UE. L'un d'entre eux concerne l'Eurogroupe, c'est-à-dire la réunion des ministres de l'économie et des finances de la zone euro. C'est la première fois qu'un traité européen reconnaît l'existence de l'Eurogroupe. Cependant, il y est précisé que ses réunions sont informelles...

À ces cinq nouveautés introduites par le Traité de Lisbonne, J.-L. Bourlanges, dans une chronique du périodique « L'Expansion » de décembre 2009, c'est-à-dire au moment de la mise en œuvre effective de ce traité, répond par cinq critiques fortes : « Rien n'est plus déprimant que de démonter le formidable appareil d'ingénierie diplomatique, de manipulation calendaire, de complications procédurales, de complaisance démagogique et de rhétorique mensongère par lequel on a substitué à un héritage communautaire respectable mais dérangeant un monstre politico-médiatique informe et sans ressort. Cinq procédés ont assuré les détricotage : élargir avant de réformer, entendez élargir pour ne pas réformer ; sacraliser l'acquis communautaire comme seul critère sérieux d'adhésion afin de priver l'entreprise de toute finalité politique partagée ; fausser les transferts de compétences en redonnant par la procédure aux États les pouvoirs prétendument transférés ; diluer, renationaliser et déséquilibrer la Commission en vue d'ôter toute légitimité politique à ce qui devait être le foyer de cohérence de l'Union ; éclater enfin l'exécutif entre quatre présidences concurrentes, au nom d'un impératif claironné de simplification ! ».

Citons le préambule du Traité de Lisbonne car il fait de l'UE une union de valeurs fondamentales revendiquées par tous les États membres :

« SA MAJESTÉ LE ROI DES BELGES, SA MAJESTÉ LA REINE DE DANEMARK, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE, LE PRÉSIDENT D'IRLANDE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE HELLÉNIQUE, SA MAJESTÉ LE ROI D'ESPAGNE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE ITALIENNE, SON ALTESSE ROYALE LE GRAND DUC DE LUXEMBOURG, SA MAJESTÉ LA REINE DES PAYS-BAS, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE PORTUGAISE, SA MAJESTÉ LA REINE DU ROYAUME-UNI DE GRANDE-BRETAGNE ET D'IRLANDE DU NORD,

RÉSOLUS à franchir une nouvelle étape dans le processus d'intégration européenne engagé par la création des Communautés européennes,

S'INSPIRANT des héritages culturels, religieux et humanistes de l'Europe, à partir desquels se sont développées les valeurs universelles que constituent les droits inviolables et inaliénables de la personne humaine, ainsi que la liberté, la démocratie, l'égalité et l'État de droit,

RAPPELANT l'importance historique de la fin de la division du continent européen et la nécessité d'établir des bases solides pour l'architecture de l'Europe future,

CONFIRMANT leur attachement aux principes de la liberté, de la démocratie et du respect des droits de l'homme et des libertés fondamentales et de l'État de droit,

CONFIRMANT leur attachement aux droits sociaux fondamentaux tels qu'ils sont définis dans la charte sociale européenne, signée à Turin le 18 octobre 1961, et dans la charte communautaire des droits sociaux fondamentaux des travailleurs de 1989,

DÉSIREUX d'approfondir la solidarité entre leurs peuples dans le respect de leur histoire, de leur culture et de leurs traditions,

DÉSIREUX de renforcer le caractère démocratique et l'efficacité du fonctionnement des institutions, afin de leur permettre de mieux remplir, dans un cadre institutionnel unique, les missions qui leur sont confiées,

RÉSOLUS à renforcer leurs économies ainsi qu'à en assurer la convergence, et à établir une union économique et monétaire, comportant, conformément aux dispositions du présent traité et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, une monnaie unique et stable,

DÉTERMINÉS à promouvoir le progrès économique et social de leurs peuples, compte tenu du principe du développement durable et dans le cadre de l'achèvement du marché intérieur, et du renforcement de la cohésion et de la protection de l'environnement, et à mettre en oeuvre des politiques assurant des progrès parallèles dans l'intégration économique et dans les autres domaines,

RÉSOLUS à établir une citoyenneté commune aux ressortissants de leurs pays,

RÉSOLUS à mettre en oeuvre une politique étrangère et de sécurité commune, y compris la définition progressive d'une politique de défense commune, qui pourrait conduire à une défense commune, conformément aux dispositions de l'article 42, renforçant ainsi l'identité de l'Europe et son indépendance afin de promouvoir la paix, la sécurité et le progrès en Europe et dans le monde,

RÉSOLUS à poursuivre le processus créant une union sans cesse plus étroite entre les peuples de l'Europe, dans laquelle les décisions sont prises le plus près possible des citoyens, conformément au principe de subsidiarité,

RÉSOLUS à faciliter la libre circulation des personnes, tout en assurant la sûreté et la sécurité de leurs peuples, en établissant un espace de liberté, de sécurité et de justice, conformément aux dispositions du présent traité et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne,

DANS LA PERSPECTIVE des étapes ultérieures à franchir pour faire progresser l'intégration européenne,

ONT DÉCIDÉ d'instituer une Union européenne et ont désigné à cet effet comme plénipotentiaires (liste de plénipotentiaires non reproduite)

LESQUELS, après avoir échangé leurs pleins pouvoirs reconnus en bonne et due forme, sont convenus des dispositions qui suivent : ... »

• 18 décembre 2007 -> Pour la 2^{ème} fois depuis le déclenchement de la crise (et pour la 2^{ème} fois aussi de son existence), la BCE offre aux banques en difficulté les liquidités dont elles ont cruellement besoin, au taux fixe de 4,21% (alors que le taux de marché est de 4,9%), pour un montant illimité et pour une durée exceptionnelle de deux semaines.

Il est d'ailleurs remarquable de constater que, depuis le déclenchement de la crise au milieu de l'été 2007 et tout au long du 2^{ème} semestre, la différence s'est accrue entre le taux interbancaire à 3 mois et le taux directeur de la Banque centrale, que ce soit de ce côté-ci ou de l'autre côté de l'Atlantique.

• 19 décembre 2007 -> Le fonds souverain chinois se porte au secours de Morgan Stanley, mise en difficulté par la crise des subprimes.

Cette information marque en réalité un tournant considérable dans le fonctionnement de la globalisation financière et de l'économie mondiale. En effet, les réserves de change chinoises, surabondantes, étaient placées jusqu'alors, pour l'essentiel, en bons du Trésor américain, ce qui permettait d'ailleurs de financer les déficits de l'économie américaine et les consommateurs américains. Désormais, plusieurs fonds souverains placent leurs réserves dans les banques et dans les entreprises qui sont les plus beaux fleurons du capitalisme occidental : cela annonce des transformations profondes de la géographie du capitalisme mondial.

• 21 décembre 2007 -> L'espace Schengen s'ouvre à 8 des pays de l'ancien bloc communiste ainsi qu'à Malte : il a désormais une superficie de 3,6 millions de km² et concerne 400 millions d'habitants.

• JANVIER 2008 ->

Le 1^{er} janvier, entrée dans la zone euro de Chypre (partie grecque) et de Malte. La zone euro rassemble ainsi près de 320 millions d'habitants sur les presque 500 que compte l'UE.

2 janvier 2008 -> Deux records significatifs de la situation économique et financière internationale sont battus : l'once d'or bat son record de 1980 en atteignant 859,20\$ sur le London Bullion Market et le baril de brut léger dépasse de son côté à New York le pic qu'il avait atteint également en 1980 en dépassant la barre des 100\$.

11 janvier 2008 -> L'once d'or passe la barre des 900 \$ sur le New York Mercantile Exchange : la « ruée vers l'or » se poursuit donc, ce qui signifie que le métal précieux joue toujours son rôle de valeur refuge dès que les nuages assombrissent dangereusement les perspectives économiques et financières. IL faut néanmoins noter qu'il faudrait, en dollars constants, que l'once d'or atteigne 2100 \$ pour que le record du 21 janvier 1980 soit battu...

Mi-janvier 2008 -> Toutes les Bourses chutent gravement, ce qui donne raison à ceux qui anticipent la transmission de la crise des subprimes à l'économie réelle, tout en continuant d'affaiblir le système bancaire (la banque d'investissement américaine Merrill Lynch annonce une perte de 9,8 milliards de dollars au 4^{ème} trimestre) : le Président Bush annonce un plan de relance de 150 milliards de dollars.

21 janvier 2008 -> Les Bourses « plongent » encore plus gravement. C'est un véritable « krach » boursier, qui affecte tout particulièrement les valeurs bancaires et financières.

22 janvier 2008 -> À l'approfondissement de la crise, la Fed répond en urgence par une baisse drastique de ses taux directeurs (trois quarts de point) et par des injections massives de liquidités.

30 janvier 2008 -> Considérant comme considérables les tensions qui persistent sur les marchés financiers et comme importants les risques qui pèsent sur la croissance, la Fed baisse à nouveau son principal taux directeur, d'un demi-point, à 3%. Comme il y a un point d'écart entre ce taux de la Fed et celui de la BCE, la conséquence immédiate est une forte progression du taux de change de l'euro par rapport au dollar, au point de s'approcher de son record historique du 23 novembre 2007 (1,4914 contre 1,4967).

- 1^{ère} quinzaine de février 2008 -> Le 7, l'Assemblée nationale et le Sénat français adoptent la loi « autorisant la ratification du traité de Lisbonne modifiant le traité sur l'Union européenne, le traité instituant la Communauté européenne et certains actes connexes ». Le 13, cette loi est promulguée par le Président de la République et elle est publiée au Journal officiel en date du 14.

- 2^{ème} quinzaine de février 2008 : Le prix du baril de pétrole bat son record historique en cotant à la Bourse de New York 100,10\$ le 19 et 100,40\$ le 20. Le 21, lors des échanges électroniques en Asie, le baril de « light sweet crude » cote 101,32\$.

À la fin du mois, les records pleuvent : pour la première fois, l'euro dépasse 1,50\$ le mardi 26, 1,51 le mercredi 27 (à 1,5144), 1,52 les jours suivants (à 1,5229 le jeudi et 1,5239 le vendredi), et le prix du baril est au-delà des 103\$ à New York. L'or, quant à lui, atteint 967,70\$ l'once à Londres et continuera à monter par la suite.

La banque britannique Northern Rock connaît de telles difficultés qu'elle est nationalisée : le contribuable est ainsi directement sollicité pour sauver une banque. Le cas de cette banque est exemplaire. En effet, les institutions financières ont pour fonction de se procurer des ressources à court terme pour les transformer en prêts à plus long terme, elles empruntent à très court terme sur les marchés de gros. Cette fonction de transformation est très profitable quand les marchés sont liquides et que les taux sont bas. Mais elle devient très risquée quand les conditions de refinancement se détériorent.

- Mars 2008 -> La crise financière dite des subprimes s'aggrave car elle s'élargit et elle s'approfondit. *Le fait qu'elle s'élargisse à d'autres pays et à d'autres acteurs, en particulier les fonds d'investissement, la rend potentiellement bien plus grave que celle de la fin des années 1980 qui était circonscrite aux seules caisses d'épargne.*

Les records tombent les uns après les autres et d'un jour à l'autre. Le prix du baril de pétrole frôle 112\$, celui de l'once d'or franchit le seuil des 1000\$ et l'euro dépasse 159\$ (1,5905 le 17, nouveau record historique) ! C'est également au début de ce mois, et pour la première fois, que le Président de la BCE exprime des inquiétudes quant au niveau de l'euro en rappelant aux responsables américains leur engagement en faveur d'un dollar fort et en trouvant les fluctuations actuelles des monnaies excessives et brutales. En même temps, les membres de l'Eurogroupe se disent « préoccupés par les mouvements des taux de change » et le Conseil européen qui s'est tenu à Bruxelles (les 13 et 14) estime que « la volatilité excessive et les fluctuations désordonnées des taux de change nuisent à la croissance économique ». C'est aussi en ce début de mars que le Président des États-Unis exprime pour la première fois très nettement son inquiétude face à la faiblesse du dollar. *Il est temps parce que l'évolution du dollar tient maintenant davantage du « dévissage » que de l'atterrissage en douceur. Le choc pétrolier actuel s'explique d'ailleurs par la volonté des pays producteurs de préserver leur pouvoir d'achat en augmentant leurs prix à la mesure de la baisse du dollar. Ce souci, de la part des pays producteurs, de défendre leur rente s'ajoute aux autres facteurs explicatifs du choc pétrolier, à savoir l'inélasticité de l'offre et le développement des comportements spéculatifs : les investisseurs financiers se tournent en effet d'autant plus vers les ressources énergétiques et les matières premières que les autres actifs spéculatifs (immobilier et actifs financiers) offrent des rendements maintenant moins élevés. D'ailleurs, même en période moins tendue les matières premières énergétiques ont offert des rendements similaires à ceux des actions.*

Face à l'aggravation de la crise bancaire (la 5^{ème} banque d'affaires des États-Unis – Bear Stearns- risque la cessation de paiement) et à sa diffusion à des fonds d'investissement de plus en plus nombreux et importants (quasi-faillite du fonds CCC créé par Carlyle), les mesures d'urgence se multiplient d'un jour à l'autre.

- La Fed, la BCE, la BoE, la BNS, la BoE et la Banque du Canada s'allient (le 11) pour intervenir massivement sur les marchés de manière à restaurer la confiance dans toute la mesure du possible. Et la Fed et la BCE interviennent à nouveau massivement en fin de mois. *À propos des interventions de la Fed et de la BCE sur leur marché monétaire, P.-A. Delhommais et E. Leser (Supplément « Argent » du journal Le Monde du 30-31 mars 2008) considèrent que « leur philosophie monétaire de long terme se transforme en stratégie de pure improvisation décidée au jour le jour dans la panique ».*
- La Fed met au point une nouvelle procédure pour accorder exceptionnellement des prêts importants à une vingtaine de gros établissements financiers, de façon à ce qu'ils puissent eux-mêmes prêter plus facilement et avec davantage de confiance. Cette nouvelle facilité de financement, la « Primary Dealers Credit Facility » –PDCF- est la quatrième depuis décembre (après la « Term Auction Facility –TAF-, la Term Repo Facility –TRPF-, la « Term Securities Lending Facility » -TSLF-).
- Les banques centrales, notamment la BCE et la BoE, utilisent la procédure de réglage fin pour apporter, en fonction des besoins, des suppléments de liquidités à leur marché monétaire.
- Le gouvernement américain présente une réforme de la réglementation mise en vigueur en 2002 après le scandale Enron avec la loi Sarbanes-Oxley pour la durcir vis-à-vis des courtiers de crédits immobiliers, des banques, des agences de notation et des fonds.
- La Fed baisse son taux d'escompte d'un quart de point, de toute urgence, sans attendre sa prochaine réunion. Et lors de la réunion de son FOMC (Federal Open Market Committee), elle réduit son taux directeur de trois quarts de points (à 2,25%) et baisse à nouveau son taux d'escompte (à 2,5%).
- Pour faire face aux énormes difficultés financières rencontrées par la banque Bear Stearns, à la brutale aggravation de la situation de sa liquidité, et donc au risque de banqueroute pour la banque et à celui d'effondrement de tout le système bancaire comme un château de cartes, la Fed intervient dans l'urgence (le 14). Pour cela, en accord avec la Présidence, le département du Trésor et la SEC, la Fed utilise une procédure de sauvetage qu'elle n'a pas utilisée depuis 1932 : elle octroie à Bear Stearns un prêt exceptionnel pour que celle-ci puisse financer en priorité ses actifs les moins liquides, et donc les plus difficiles à vendre. Cet apport de fonds est réalisé par l'intermédiaire de la BPMorgan Chase mais c'est la Fed qui supporte totalement le risque d'insolvabilité. Seulement, la situation est tellement grave que la Fed et le gouvernement américain appuient une opération d'achat (le 16) de Bear Stearns par la banque JPMorgan Chase... pour une somme modique. *Quelques jours après ces interventions particulièrement fortes des pouvoirs publics, Martin Wolf, célèbre éditorialiste au Financial Times, écrira : « rappelez-vous le 14 mars 2008, c'est le jour où le capitalisme libéral mondial est mort ».*
- À la fin du mois, la gestion de la crise des subprimes révèle de plus en plus l'insuffisance de la réglementation existante pour y remédier. Selon Henri Paulson, le Secrétaire d'État au Trésor de l'Administration Bush, ancien dirigeant de la banque d'affaires Goldman Sachs, «notre structure de réglementation actuelle n'a pas été construite pour faire face au système financier moderne avec ses acteurs divers, son innovation, la complexité de ses instruments financiers, son intégration mondiale ». Il propose que soient donnés beaucoup de moyens à la Fed pour préserver la stabilité des marchés et pour surveiller tout le système financier en contrôlant les risques pris par l'ensemble des acteurs financiers, non seulement les banques de détail mais aussi tous ceux qui pour l'instant ne sont pas contrôlés : les courtiers de crédits, les banques d'investissement, les agences de notation, les entreprises d'assurances et les hedge funds (qui sont selon D. Lebègue le trou noir du système financier international). Il propose aussi que soit créée une agence spécialisée dans la surveillance des prêts immobiliers et que fusionnent l'autorité de régulation des marchés financiers (la SEC) avec celle des marchés des matières premières (la Commodity Futures Trading Commission). Il y a peu de chances que ces propositions soient mises en œuvre rapidement, étant donné le contexte politique américain ; mais elles constituent malgré tout une avancée importante pour une réforme qui est à faire.
- De leur côté, les Européens estiment eux aussi qu'il est nécessaire d'améliorer la gestion des crises financières. Seulement, chaque pays est jaloux de ses prérogatives et le mémorandum signé le 4 avril en Slovaquie par les ministres de l'économie et des finances ne prévoit qu'une simple coopération volontaire entre les superviseurs, les banques centrales et les ministères des finances nationaux lorsqu'il y a risque de faillite pour un grand établissement financier européen.

En définitive, ce mois de mars 2008 révèle un double renversement. D'une part, la sphère financière s'effondre et la sphère réelle résiste encore alors qu'il y a encore quelques mois la finance dominait l'économie réelle. Et d'autre part les États-Unis s'enfoncent dans la crise et l'Europe se maintient alors qu'auparavant l'économie européenne était à la traîne.

Mais pour combien de temps ? Les gouvernements devront-ils eux aussi intervenir pour compléter l'action des banques centrales et autres autorités de régulation ? Autrement dit, la crise imposera-t-elle de solliciter les contribuables ? Par ailleurs, si la stratégie des banques centrales réussit (selon P. Artus, « en acceptant de devenir détenteur d'actions en dernier ressort, la Fed a donné le signal du retour à la confiance »), peut-on dire que c'est la fin de la crise bancaire ? Mais n'est-ce pas alors en même temps le début de la crise économique et financière lorsqu'on voit se généraliser les tendances à la baisse des niveaux d'activité, à la diminution des créations d'emplois et à la recrudescence des revendications salariales ? Ce sont les principales questions que l'on se pose en la fin de ce mois de mars.

• Avril 2008 -> Le baril de pétrole bat à New York ses précédents records en cotant 112,04\$ le 9, 113,93\$ le 15, 114,08 le 16, 115,45 le 17, 117,81 le 21 ; l'euro bat les siens en cotant 1,5913\$ le 10, 1,5984 le 17.

Le 22 avril, deux seuils sont franchis ce même jour : le baril dépasse 118\$ en cotant 118,05 à New York et l'euro dépasse 1,60\$ en cotant 1,6019\$! Notons qu'en fin de mois, le 28, le baril frôle les 120\$ (119,93) dans les échanges électroniques en Asie.

Le 11, le G7 se réunit à Washington : appuyés par le FMI et la Banque mondiale, les ministres de l'économie et des finances discutent des mesures à prendre pour gérer la crise financière et pour restaurer la confiance ; devant la gravité de la situation, ils lancent un ultimatum aux banques pour qu'elles fassent dans les 100 jours « toute la transparence sur les risques auxquels elles sont exposées lors de la publication de leurs comptes semestriels ». À cette occasion du G7, le Forum de stabilité financière (FSF) donne de son côté ses recommandations pour accroître la résilience des institutions et des marchés financiers : renforcer le contrôle prudentiel sur les fonds propres, la liquidité et la gestion du risque, et pour cela augmenter la responsabilité des autorités monétaires et financières face au risque et face aux établissements les moins solides, améliorer l'évaluation du risque, la transparence sur les produits de marché et l'efficacité du processus de notation. Rappelons ici que le FSF réunit (depuis 1999), outre les ministres de l'économie et des finances et des gouverneurs des banques centrales du G7, les autorités monétaires et financières, les superviseurs et les régulateurs des principales places, ainsi que diverses institutions et organisations internationales (FMI, Banques mondiale, BRI, OCDE,...).

Comme la Fed et la BCE les mois précédents, la Banque d'Angleterre se porte au secours des banques anglaises le 21 avril. Elle lance en effet un plan de sauvetage d'une ampleur historique (plus de 60 milliards d'euros) en permettant aux banques d'échanger avec elle, contre des titres d'État sans risque, des emprunts immobiliers qu'elles n'arrivent pas à céder sur le marché du crédit. Ce plan a un triple but : accroître les liquidités du système bancaire, restaurer la confiance envers les marchés financiers et inciter les banques à répercuter sur leur clientèle la récente baisse du taux directeur plutôt que de reconstituer leurs marges. Cette décision de la BoE est une preuve supplémentaire que la crise a bel et bien traversé l'Atlantique. D'ailleurs, ce mois d'avril enregistre aussi dans la plupart des pays européens une baisse à la fois de la confiance des ménages et du moral des industriels. Notons que la Banque d'Angleterre n'est pas la seule Banque centrale à accumuler, en contrepartie des liquidités fournis aux marchés, des actifs autres que des bons du Trésor, qui sont les titres les plus sûrs. Par exemple, pour la Fed, la part des bons du Trésor est passée entre juillet 2007 et avril 2008, de 87% à 53% du total des contreparties.

Par ailleurs, le 15 avril est remis par L. Cohen-Tanugi le rapport sur « l'Europe et la mondialisation », demandé conjointement par la Ministre de l'économie et des finances et par le Ministre du Travail. Ce rapport établit un bilan pour le moins mitigé de la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne et fait des propositions à la fois pour que la France devienne plus compétitive, pour que la Présidence française de l'Union qui doit commencer en juillet permette des avancées économiques et sociales et pour qu'il y ait après 2010 un « après-Lisbonne », un « Lisbonne Plus ».

Le 30 avril, la Fed baisse à nouveau d'un quart de point son principal taux directeur : il est donc à 2%. Suite aux déclarations que ses responsables ont faites, les experts pensent que la longue phase de baisse du taux directeur se termine (sept baisses successives depuis l'été 2007). Et cela pour deux raisons au moins. D'une part, parce que la Fed considère vraisemblablement que la crise est quasiment terminée dans sa dimension strictement financière (le risque de crise systémique qui se manifestera en juillet infirme cette hypothèse).

Et d'autre part parce que le taux d'intérêt est négatif en termes réels (l'inflation officielle est de 4%), que la masse monétaire, qui a augmenté plus que le PIB depuis 1995, s'est trop fortement accrue ces derniers mois, ce qui va amener la Fed à se préoccuper davantage du risque inflationniste.

• **Mai 2008** -> Le prix du baril de pétrole continue à battre des records, de jour en jour : la semaine du 5 est impressionnante puisqu'il franchit de jour en jour les barres successives de 120\$ le lundi 5, de 121 et 122 le mardi 6, de 123 le mercredi 7, de 124 le jeudi 8, de 125, de 126 le vendredi 9, de 130 et même de 132 le mercredi 21 (en cotant 132,07\$). Ainsi, en un peu plus de six ans, le prix du baril de light sweet crude a été multiplié par près de 7,5.

Cette progression semble donner raison à ceux, qui, comme les experts de la Goldman Sachs, estiment que le prix du baril pourrait atteindre les 200\$ dans un délai de 6 mois à deux ans : il faut reconnaître que la spéculation (le journal Le Monde du 23 mai 2008 titre « les marchés spéculent désormais sur une pénurie de pétrole en 2016 ») et la faiblesse du dollar jouent en faveur de cette prédiction (et donc paradoxalement aussi la politique de la BCE en renforçant l'euro). Mais d'un autre côté, il convient de tenir compte du ralentissement de la croissance mondiale et d'une certaine augmentation de l'offre de pétrole qui sont autant de facteurs qui peuvent ralentir et même renverser l'évolution du prix.

Le **mercredi 4**, considérant que la Slovaquie respecte les critères de convergence, malgré des résultats macroéconomiques inquiétants par ailleurs, la Commission européenne donne à celle-ci son « feu vert » pour qu'elle adopte l'euro le 1/1/2009.

En ce qui concerne le taux de change euro/dollar, on constate, contre toute logique, un redressement de la monnaie américaine : par exemple, le 9, l'euro vaut 1,54 dollar. *Comme le note P.-A. Delhommais (Le Monde du 11-12 mai 2008), « c'est une règle intangible sur les marchés financiers. Il suffit que tout le monde –économistes, experts en tout genre, industriels, gestionnaires de fonds, spéculateurs, investisseurs professionnels et particuliers, hommes politiques- affirme le caractère inéluctable et irréversible d'une tendance pour que celle-ci s'arrête net et même s'inverse ».*

• **Juin 2008** -> Le 3, le Président de la Fed dénonce la faiblesse du dollar et les effets inflationnistes qu'elle peut induire. Cela est doublement une surprise : d'abord, parce que ce n'est pas l'habitude qu'un banquier central s'exprime sur le taux de change, ensuite parce que les investisseurs et les experts pensaient que les États-Unis s'accommodaient très bien d'un dollar faible (benign neglect). Même si cette prise de position n'est pas forcément très crédible, elle a pour conséquence une vive remontée du dollar. Mais de son côté, le 5, le Président de la BCE durcit aussi le ton mais sur la lutte contre l'inflation en annonçant un resserrement de la politique monétaire lors de la réunion de début juillet bien qu'il se soit pas très optimiste sur les perspectives de croissance. Aussitôt, le dollar rechute et le baril de pétrole enregistre dans la seule journée du 6 juin une progression exceptionnelle de 10,75\$, ce qui lui fait successivement passer les seuils de 136, 137, 138 et 139\$ pour atteindre finalement le record de 139,12\$. Comme le prix du baril est d'une certaine façon indexé sur les mouvements du dollar, le prix du baril s'envole : le Président de la Fed voyant dans cette évolution un facteur de risque supplémentaire de récession, il laisse planer la menace d'une élévation des taux directeurs, tout en sachant qu'une telle mesure est peu crédible dans la conjoncture économique, sociale et politique américaine actuelle.

La crise des subprimes, avec ses conséquences sur l'économie réelle, et l'inflation qui se développe et se propage à l'économie mondiale font craindre une stagflation généralisée : les places boursières s'installent dans un grand mouvement baissier. Certains vont jusqu'à craindre un krach, surtout qu'un cercle vicieux s'est formé dans la mesure où les investisseurs qui désertent les Bourses se précipitent sur les marchés d'hydrocarbures en y faisant des achats spéculatifs, ce qui s'ajoute à la baisse du dollar pour faire « flamber » le prix du pétrole (le 26, le baril bat un nouveau record à 142,99\$), d'où une relance encore plus forte de l'inflation, etc.

Le jeudi 13 juin, les Irlandais rejettent le traité de Lisbonne à une large majorité (53,4% de « non »), ce qui plonge à nouveau l'Europe dans une grave crise institutionnelle.

Le 21, à Lyon, deuxième édition des Etats généraux de l'Europe (la première a eu lieu à Lille en mars 2007).

• **Juillet 2008** -> le 3, et comme on s'y attend depuis les déclarations de son Président au début du mois précédent, la BCE élève d'un quart de point ses taux directeurs. Le principal de ces taux passe donc à 4,25%. La position de la BCE est confortée par le taux d'inflation de juin en glissement annuel qui atteint le record de 4%, c'est-à-dire exactement deux fois la norme maximale.

Le même jour, le baril de light sweet crude frôle les 146\$!

Le 15, l'euro bat son record en cotant face au dollar 1,6038. Cela s'explique essentiellement par un mouvement de panique financière outre-Atlantique : les jours précédents ont vu la mise sous tutelle de la banque californienne IndyMac, et surtout de graves difficultés boursières pour Fannie Mae et Freddie Mac, qui détiennent à eux seuls ou sont garants de 45% de la totalité des crédits hypothécaires américains, au point que des rumeurs courent sur leur possible nationalisation. Cela cause une chute des Bourses et fait craindre un risque systémique : la crise commencée il y a pratiquement un an n'est décidément pas terminée. Beaucoup d'experts estiment maintenant qu'elle peut durer au moins jusqu'en 2009. Cette impression est validée en fin de mois par deux nouvelles importantes : d'une part l'annonce d'une perte record par la première caisse d'épargne américaine (Washington Mutual – Wa-Mu) et d'autre part la levée par le Président des États-Unis de son veto à un vigoureux plan de sauvetage (300 milliards de dollars) du secteur immobilier et du secteur financier.

Au cours des dix derniers jours du mois, on assiste aussi, malgré tout, à une certaine accalmie : le prix du baril de brut léger américain chute de plus de 20 dollars en passant sous le seuil des 125\$ en quelques jours et l'euro se stabilise entre 1,57 et 1,58\$.

- Août 2008 -> En tout début de mois, on apprend qu'en juillet, sur un an, les prix de la production industrielle ont augmenté de 8% (record depuis la création de cette statistique en 1991) et que ceux de la consommation ont progressé de 4,1%. Pendant le même temps, l'activité économique ralentit sérieusement et le chômage augmente nettement dans plusieurs pays. *Cela ne peut que mettre dans l'embarras les responsables des politiques économiques, spécialement ceux de la BCE. D'ailleurs, dans son édition du 7/8, Le Monde titre : « le risque de stagflation paralyse les banques centrales ». En effet, ce contexte très ambivalent semble condamner les banques centrales à l'immobilisme : la Fed, la BCE et la BoE optent toutes les trois pour le statu quo en maintenant leurs taux directeurs respectivement à 2%, 4,25% et 5%. Mais il se pourrait que, dans un avenir plus ou moins proche, Fed et BCE pondèrent différemment les objectifs de leur politique monétaire et que par conséquent elles impriment des mouvements opposés à leurs taux d'intérêt directeurs, ce qui les ferait en définitive converger progressivement. En effet, la Fed pourrait élever ses taux pour tenir davantage compte de l'inflation : lors de sa réunion du 5/8, le comité de politique monétaire de la Fed estime que « même si les risques d'affaiblissement de la croissance demeurent, les risques d'une hausse de l'inflation constituent aussi une inquiétude significative ». Et la BCE pourrait baisser les siens pour tenir davantage compte du ralentissement économique : suite à la réunion du Conseil des gouverneurs du 7/8, J.-C. Trichet déclare qu'il y a persistance de tensions inflationnistes inquiétantes et surtout que les risques pour la croissance se matérialisent (le Danemark est le premier pays de la zone euro à entrer en récession et les grands pays comme la France, l'Allemagne et l'Italie enregistrent une baisse de leur PIB au second trimestre 2008, ce qui fait globalement baisser celui de la zone euro de 0,2%).*

Les propos du Président de la BCE conduisent l'euro à passer en dessous de la barre des 1,50\$ dès le lendemain, ce qui n'est pas arrivé depuis fin février.

À la fin de la première quinzaine d'août, l'euro passe même sous les 1,47\$: cette évolution du taux de change euro-dollar s'explique non seulement par les craintes de plus en plus fortes d'une récession généralisée dans la zone euro mais aussi par la possibilité d'une décision prochaine de la Fed de remonter ses taux à cause de la forte inflation qui règne aux États-Unis.

En cet été 2008, c'est-à-dire tout juste 1 an après le déclenchement de la crise des subprimes, on peut tenter des pronostics : ainsi, selon J. Attali (Le Monde du 9 août), « Pour l'économie, la crise est un tsunami qui approche. Certains espèrent qu'il passera au large sans affecter l'économie réelle, mais on voit déjà, aux États-Unis et en Europe, que nous aurons une croissance zéro en 2009 ».

La fin du mois n'est pas plus brillante : lors du colloque annuel organisé par la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole, dans l'État du Wyoming, B. Bernanke déclare que « la tempête financière n'a pas encore diminué et que ses effets sur l'ensemble de l'économie deviennent apparents sous la forme d'un ralentissement de l'activité économique et d'une hausse du chômage ». Selon lui, les États-Unis connaissent en ce moment « l'un des environnements économiques et de politique monétaire les plus difficiles jamais vus ». Le hasard veut que le même jour de cette déclaration, le 22 août, on apprenne la faillite aux États-Unis de la Columbian Bank and Trust Company, 9^{ème} faillite bancaire depuis le début de l'année, et celle, au Danemark, de la Roskilde Bank qui va devoir être rachetée par la Banque centrale danoise...

- Septembre 2008 -> Le mois commence par une confirmation de la décrue du prix du pétrole, après un court sursaut à la fin du mois précédent et du taux de change de l'euro par rapport au dollar : le taux

d'inflation annuel revient pour août à 3,8% et la monnaie européenne passe sous le seuil de 1,40\$, ce qui la ramène à son niveau d'il y a 1 an.

Ce début du mois de septembre reste également marqué par les suites de la crise financière : le dimanche 7, le secrétaire d'État américain au Trésor, Henry Paulson, accompagné du directeur de la nouvelle autorité indépendante de régulation, la Federal Housing Finance Agency (FHFA), annonce la mise sous tutelle publique de Fannie Mae et de Freddie Mac, avec un plan de renflouement d'une importance exceptionnelle. Cela équivaut à une quasi-nationalisation puisque l'Etat est ainsi potentiellement à la tête de plus des 3/4 du capital des deux organismes. Les deux organismes de refinancement hypothécaire sont certes sauvés mais d'une part le secteur des prêts immobiliers reste globalement malade et d'autre part ce sont les finances publiques, donc les contribuables, qui sont sollicités : il ne faut donc pas attendre de ce sauvetage qu'il calme les inquiétudes sur les effets de la crise financière sur l'économie réelle.

La deuxième quinzaine du mois s'ouvre sur **trois terribles annonces** faites le lundi 15 septembre. Deux concernent deux très grandes banques d'affaires américaines, **Lehman Brothers** qui se déclare en faillite et Merrill Lynch qui est rachetée par la Bank of America (ce qui permet de former le plus grand établissement financier mondial). Cette évolution de la crise est remarquable : on assiste à la disparition de deux grandes banques d'affaires, ou d'investissement, qui présentent la particularité d'être indépendantes et de fonctionner en marge de la réglementation et de la supervision bancaires : c'est pour cela que l'on dit parfois que les banques d'affaires constituent le « shadow banking system ». La troisième annonce concerne la plus importante compagnie d'assurance du monde en termes de capitalisation boursière, l'American International Group (AIG). Dans le cadre d'un plan d'urgence qu'exige la chute vertigineuse de son cours en Bourse, AIG demande à la Fed de lui accorder un prêt exceptionnel. Les difficultés d'AIG s'expliquent par le fait qu'il a développé excessivement son activité de vente de polices d'assurance aux banques d'affaires contre le risque de baisse des titres immobiliers. À l'origine des difficultés d'AIG se trouve l'exemple même des titres dérivés et structurés qui, à cause de leur opacité et de leur sophistication extrêmes, sont une des causes de la crise financière : il s'agit des CDS (Crédit default swaps), qui sont des contrats financiers bilatéraux, donc de gré à gré, passés en dehors de toute contrainte et norme boursières et non comptabilisés dans les bilans, qui permettent de protéger les créanciers contre le risque de défaut des débiteurs dans le cadre d'opérations de crédit. Précisons ici que les contrats de gré à gré se sont continuellement développés : selon la BRI, leur stock a été multiplié par plus de 6 en 10 ans.

Le mercredi 17, AIG obtient un prêt de 85 milliards de dollars, et en échange l'État fédéral réalise quasiment sa nationalisation. *Si bien que deux stratégies contradictoires se sont exprimées pratiquement en même temps. D'un côté, l'État ne sauve pas une banque d'affaires pour mettre un coup d'arrêt à l'aléa moral et à l'asymétrie scandaleuse de ce système qui veut que les gains soient privatisés et individualisés et les pertes socialisées (on doit ici évoquer également le scandale des parachutes dorés dont bénéficient les dirigeants de ces institutions en déroute, grands (ir)responsables de la détresse de milliers de ménages modestes). De l'autre côté, contraint par l'importance de l'enjeu pour la collectivité, l'État sauve une grande entreprise d'assurance. Notons que le fait de ne pas se porter au secours de Lehman Brothers veut être un signal de « la fin de la récréation » et du début de la purge du système, mais les jours et semaines qui suivront montreront qu'en réalité ce sera le point de départ d'une défiance et d'une inquiétude accrues : de ce point de vue, avec la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre marque une aggravation considérable de la crise et le début de ce que certains considèrent comme un véritable tsunami financier. Car, si le sauvetage de Lehman Brothers aurait pu bel et bien alimenter le risque d'aléa moral, le fait que cette banque ne soit pas secourue prouve à tous que le refinancement n'est plus automatiquement assuré ; or, selon Friedman, la crise de 1929 s'explique précisément par le fait que la Banque centrale a laissé « tomber » le système bancaire. Ajoutons enfin que des esprits aussi bien informés que soupçonneux estiment que la faillite de Lehman Brothers était pour Henry Paulson une façon d'éliminer un concurrent important de Goldman Sachs, dont il a été le dirigeant entre 1999 et 2006...*

La succession rapide de ces situations de faillite de très gros établissements et les trois mises sous tutelle publique faites en deux semaines par l'État américain montrent, s'il en est besoin, la gravité de la crise financière, gravité qu'Alan Greenspan considère d'ailleurs comme jamais vue depuis un siècle (l'ancien Président de la Fed reconnaîtra quelques semaines plus tard que la crise le plonge dans un grand désarroi, que sa vision du monde n'était pas bonne et qu'il s'est trompé en « croyant que le sens de leurs propres intérêts, notamment chez les banquiers, était la meilleure protection qui soit »). Tout le monde craint désormais un effet domino dévastateur et une profonde crise systémique, et on n'hésite pas à parler de lundi noir. Ce qui prouve également la gravité de la crise, c'est l'écart grandissant entre le taux qui rémunère les bons du Trésor américain (le T-bill 3 mois), tombé à 0,02%, le plus bas niveau depuis la seconde guerre mondiale, parce que les investisseurs se ruent sur ce type de placement très sûr et très liquide, et le taux des prêts interbancaires qui ne cesse de monter. Les emprunts publics connaissent pour les mêmes raisons le

même engouement que les Bons du Trésor. Mais il convient de remarquer non seulement que cela entraîne un effet d'éviction à l'encontre des emprunts privés mais aussi que la multiplication des aides publiques et l'accumulation des dettes souveraines peuvent à la longue engorger le marché et susciter pour le moins la méfiance des investisseurs : les cours de ces emprunts publics pourraient alors se mettre à baisser fortement, poussant donc les taux d'intérêt à la hausse.

Ainsi, la crise a d'ores et déjà trois conséquences fortes : elle provoque des restructurations qui recomposent le paysage financier (il semble en particulier de plus en plus souhaitable que les banques d'affaires s'adosent à des banques de dépôts), elle conduit à un redimensionnement de la sphère financière et elle condamne pour longtemps toute expansion débridée du crédit et de l'endettement.

Il n'est donc pas étonnant d'apprendre le matin du jeudi 18 septembre que les principales banques centrales, des États-Unis, de la zone euro, d'Angleterre, du Canada, du Japon et de la Suisse, lancent des accords de swaps pour se prêter entre elles les financements dont elle peuvent avoir besoin pour être en mesure de stabiliser leur système bancaire national en apportant aux banques commerciales les liquidités nécessaires, parce que les marchés monétaires interbancaires sont à nouveau asphyxiés. Cette collaboration entre les principales banques centrales, à laquelle s'ajoute la mise en mode « gestion de crise » de toutes les autres banques centrales, a en définitive pour but d'améliorer la liquidité du marché financier mondial.

Dans la journée, des rumeurs alarmantes circulent à Wall Street sur l'état de santé de la banque d'affaires Morgan Stanley, dont la valeur boursière a été divisée par plus de deux en une semaine.

Et le soir même de ce 18 septembre, le Trésor américain annonce qu'il va emprunter sur les marchés 100 milliards de dollars supplémentaires pour aider la Fed dans sa mission de stabilisation du marché financier.

Ainsi, le Trésor américain, autrement dit le contribuable, reconstitue aussi les réserves de la Fed pour le moins mises à contribution tous ces derniers temps, pour lui éviter de faire fonctionner la « planche à billets ».

Le Bourses mondiales, déjà en baisse tendancielle depuis plusieurs mois, plongent encore plus ce jour-là : le CAC passe sous la barre des 4000 points. Rappelons à ce propos que cet indice boursier, le plus important de la Place de Paris, et qui représente environ 70% de la capitalisation totale de la Place, a été mis en place en 1988 à la suite de la crise financière de 1987, avec la substitution des sociétés de bourse aux agents de change. Il est défini avec la valeur de 1000 points au 31 décembre 1987. Il est calculé à partir des cours des 40 actions cotées en continu sur Euronext Paris appartenant aux sociétés ayant les plus fortes capitalisations.

En fin de cette journée du jeudi, le gouvernement américain annonce un plan de sauvetage sans précédent, que le Trésor a préparé dès la veille étant donné l'extrême gravité de la situation.

L'essentiel de ce plan consiste, pour le Trésor, à acheter aux banques leurs actifs douteux, c'est-à-dire les produits « toxiques » qui les plombent, par l'intermédiaire d'une structure de défaillance publique (ce plan ressemble, à l'échelle des États-Unis, à ce qu'avait fait l'État français lors de la crise du Crédit lyonnais en 1995 en créant le Consortium de réalisation, le CDR).

L'annonce de ce plan soulève de la part des diverses places financières une réaction euphorique dès le lendemain, le vendredi 19 : la Bourse de Paris enregistre dans cette seule journée une poussée du CAC 40 jamais vue depuis la création de l'indice : + 9,27%, ce qui l'amène à 4325 points. Cette envolée générale des indices boursiers démontre davantage une très grande volatilité des cours plutôt qu'un franc retour de la confiance des marchés. D'ailleurs, toutes les Bourses repartiront à la baisse dès le début de la semaine suivante.

Le vendredi 19 aussi, juste après son homologue anglaise, la FSA (Financial Services Authority), la SEC (Securities and Exchange Commission), le gendarme de la Bourse américaine, interdit à de nombreuses sociétés financières de réaliser des ventes à découvert sur les actions du secteur bancaire (le 22 la SEC élargit son interdiction à des sociétés non financières comme General Electric et General Motors). De son côté, et au même moment, l'AMF restreint en France ces pratiques. Remarquons au passage que ces mesures à l'encontre de la spéculation ont pour effet d'inciter les spéculateurs à se reporter sur d'autres terrains, en l'occurrence celui du pétrole dont le prix du baril gagne 16 dollars en un jour, ce qui est une hausse historique.

Le samedi 20, le plan de sauvetage est détaillé par le Trésor et il est remis au Congrès pour y être discuté dans les plus brefs délais ; il mobilise au moins 700 milliards de dollars (la somme pourrait en réalité avoisiner 1000 milliards). Il ressemble à celui qui avait été mis en place à la fin des années 1980 pour sauver de la faillite de très nombreuses caisses d'épargne, plan qui s'était étalé sur 7 années. Seulement, le

plan actuel, appelé plan Paulson du nom du Secrétaire d'État au Trésor, est d'une beaucoup plus grande ampleur : on ne sait pas combien de temps il lui faudra pour atteindre pleinement ses objectifs et quelles en seront les conséquences sur les finances publiques et sur l'ensemble de l'économie. Il se pourrait en effet que ce plan aggrave la récession qui est pratiquement déjà là.

Et comme beaucoup de prix de matières premières sont orientés à la baisse, certains commencent à évoquer le risque de déflation. Et on ne peut pas alors s'empêcher de penser à la déflation japonaise qui a duré une quinzaine d'années à partir de la fin des années 1980. Les responsables économiques d'aujourd'hui, et en particulier B. Bernanke qui a étudié précisément le cas japonais quand il était enseignant, réagissent en tenant au maximum des leçons de la déflation japonaise. Elle aussi, la crise japonaise s'est traduite par l'éclatement d'une double bulle, immobilière et boursière, a été causée par une politique monétaire très accommodante et une forte expansion du crédit, et a entraîné l'effondrement des cours et du système bancaire, ainsi que de nombreuses faillites. Au Japon aussi, le gouvernement tente de contrecarrer les effets cumulatifs de la crise par des mesures de sauvetage par nationalisation et recapitalisation. Seulement, de son côté, la banque centrale japonaise tarde à modifier sa politique de taux (les taux réels élevés ont empoisonné l'économie réelle) et rechigne jusqu'au début des années 2000 à soulager les banques et le marché interbancaire en provoquant une importante « détente quantitative » par des apports massifs de liquidités (le resserrement du crédit s'était transformé en credit crunch). C'est sur ce dernier point que la stratégie des actuels responsables est différente : les banques centrales ont réagi immédiatement pour baisser leurs taux et sauvegarder le système bancaire par la politique de détente quantitative.

D'autres experts sont cependant moins catastrophistes en tablant sur au moins trois facteurs. D'abord, paradoxalement, le dollar reste relativement stable malgré la tourmente financière (il baissera malgré tout fortement face à l'euro le lundi 22). Ensuite, la croissance mondiale a des chances de rester soutenue grâce aux économies des BRIC (Brésil-Russie-Inde-Chine) dont le dynamisme est assuré par leurs demandes internes, ce qui les protège un peu des chocs exogènes (certains substituent au sigle BRIC celui de BASIC pour Brésil, Afrique du Sud, Inde et Chine). Enfin les entreprises ont une situation financière qui s'est améliorée depuis quelques années : ayant reconstitué leurs fonds propres, elles sont moins sensibles aux restrictions de crédit que l'on peut anticiper (il faut cependant noter que l'on assiste à une forte réduction de leur taux d'autofinancement qui pourrait peser à terme sur le taux d'investissement).

Le lundi 22 est une journée également riche en informations concernant la crise. D'abord, les ministres de l'économie et les banquiers centraux du G7 promettent, lors d'une téléconférence, une coopération étroite renforcée pour prendre toutes les mesures nécessaires au sauvetage du système financier international. Ensuite, Morgan Stanley, en difficulté comme on l'a dit, et Goldman Sachs renoncent à leur statut de banques d'affaires pour celui de holdings de façon à avoir accès au guichet d'escompte de la Fed. Enfin, dans le cadre d'un accord de swap signé le jeudi précédent, la Fed, la BCE et la BoE fournissent à nouveau à leurs marchés interbancaires des dizaines de milliards de dollars. Les banques centrales interviendront également les jours suivants. D'ailleurs, la Fed signe le mercredi 24 des accords de swap avec les banques centrales d'Australie, du Danemark, de Norvège et de Suède pour qu'elles puissent participer à la stabilisation du système financier international. Ce même mercredi 24, deux déclarations importantes sont faites. D'une part, celle du président de la Fed devant les parlementaires pour défendre le plan de sauvetage en se disant très inquiet pour la croissance. D'autre part, celle du Président Bush, lors d'une solennelle allocution télévisée, qui met toute son autorité dans la balance en déclarant que les États-Unis traversent une crise très grave, que toute leur économie est en danger, et que « sans action rapide du Congrès l'Amérique pourrait glisser dans une panique financière et un scénario douloureux ». Il cherche ainsi à convaincre les nombreux parlementaires réfractaires au plan, en particulier les démocrates qui estiment que l'État fait infiniment plus pour les banques d'affaires et leurs actionnaires que pour les foyers modestes, victimes de la crise ; et cela avec l'argent des contribuables. C'est également ce mercredi 24 que de ce côté-ci de l'Atlantique, le commissaire européen aux affaires économiques (J. Almunia) constate que la crise financière affecte déjà l'économie réelle : dans plusieurs pays de l'UE, le climat des affaires s'assombrit nettement et les prévisions de croissance sont revues à la baisse (1,3% de croissance pour la zone euro en 2008).

Le mercredi 24, en prélude aux Rendez-vous de l'histoire de Blois, le journal Le Monde fait paraître un article d'Éric Hobsbawm intitulé : « L'Europe : mythe, histoire, réalité ». Cet article est fondamental pour tous ceux qui veulent mieux comprendre l'Europe dans laquelle nous vivons et on comprend en le lisant comment l'histoire peut éclairer magistralement le présent et même l'avenir.

Au début, on lit en particulier que « Le mythe européen par excellence est celui de l'identité primordiale. Ce que nous avons en commun est essentiel, ce qui nous différencie négligeable ou secondaire. Or pour

l'Europe la présomption d'unité est d'autant plus absurde que c'est précisément la division qui a caractérisé son histoire ».

Et un peu plus loin, « Ce survol de l'histoire de l'identité européenne nous permet de pointer du doigt l'anachronisme commis lorsqu'on recherche un ensemble cohérent de prétendues "valeurs européennes". Il est illégitime de supposer que les "valeurs" dont la démocratie libérale et l'Union européenne s'inspirent actuellement ont été un courant sous-jacent dans l'histoire de notre continent. Les valeurs qui fondèrent les États modernes avant l'ère des révolutions furent celles des monarchies absolues et mono idéologiques. Les valeurs qui dominèrent l'histoire de l'Europe au XX^e siècle - nationalismes, fascismes, marxismes-léninismes - sont de souche aussi purement européenne que le libéralisme et le laisser-faire. À l'inverse, d'autres civilisations ont pratiqué certaines des valeurs dites "européennes" avant l'Europe : l'Empire chinois et l'Empire ottoman pratiquèrent la tolérance religieuse - au bonheur des juifs expulsés par l'Espagne. Ce n'est qu'à la fin du XX^e siècle que les institutions et les valeurs en question se sont répandues, au moins théoriquement, à travers toute l'Europe. Les "valeurs européennes" sont un mot d'ordre de la seconde moitié du XX^e siècle ».

Et, à la fin : « Depuis la disparition des régimes autoritaires et la fin des régimes communistes, les divisions politico-idéologiques de l'Europe ont disparu, bien que les survivances de la guerre froide creusent encore des fossés entre la Russie et ses voisins. Il ne s'agit pas de nier que de profondes différences subsistent entre les pays - qui ont rendu l'évolution de l'UE bien plus déséquilibrée que prévu -, néanmoins, dans un cadre globalisant, l'Union a joué un rôle majeur dans le processus de convergence global à l'œuvre depuis des décennies. Un paradoxe se fait jour ici : en dépit de ce processus d'homogénéisation, les Européens ne s'identifient pas à leur continent. Même chez ceux qui mènent une vie réellement transnationale, l'identification première reste nationale. L'Europe est plus présente dans la vie pratique des Européens que dans leur vie affective. Elle a malgré tout réussi à trouver une place permanente dans le monde en tant que collectivité - permanente bien qu'incomplète tant que la Russie n'y trouvera pas sa place ».

Le jeudi 25, le Président français Nicolas Sarkozy, lors du discours très attendu qu'il fait à Toulon, affirme que « la France est trop engagée dans l'économie mondiale pour que l'on puisse penser un instant qu'elle pourrait être à l'abri des événements qui sont en train ni plus ni moins que de bouleverser le monde (...) et que la crise actuelle aura des conséquences dans les mois qui viennent sur la croissance, sur le chômage, sur le pouvoir d'achat ».

Le soir de ce jeudi 25, on apprend une nouvelle faillite aux États-Unis, celle de la 1^{ère} caisse d'épargne et du sixième établissement financier du pays, Washington Mutual (WaMu), qui a surfé pendant plusieurs années sur la bulle immobilière en développant ses activités hypothécaires mais dont le cours a chuté de 90% en un an : ses activités bancaires sont rachetées par JPMorgan, qui devient ainsi la plus importante banque américaine par le volume des dépôts gérés.

Le vendredi 26, l'action de la grande « bancassurance » belgo-néerlandaise Fortis perd plus de 20% sur les places d'Amsterdam et de Bruxelles, ce qui fait plus de 70% sur une année ; cela à cause d'attaques spéculatives venant d'investisseurs persuadés que la banque est contaminée par le virus des subprimes. Cela semble indiquer que la crise bancaire s'étend maintenant franchement à l'Europe et que D. Strauss-Kahn, directeur du FMI, avait raison lorsqu'il considérait, deux jours auparavant, que « même si les banques européennes sont globalement dans une position meilleure que les institutions financières américaines, les Européens ne devraient pas être trop confiants et devraient se préparer au pire scénario » ? En tous les cas, depuis quelques jours, les Français recomposent leur épargne en privilégiant les placements sûrs (les livrets d'épargne et les comptes à terme) au détriment des actifs risqués (les actions) et on constate même une forte progression des retraits de billets.

Tous ces événements et ce climat d'ensemble font que les banques refusent encore plus que jamais de se prêter entre elles : le marché monétaire interbancaire souffre donc particulièrement, comme le montre le très important écart qui existe maintenant entre les taux interbancaires à 3 mois et les taux d'emprunt d'Etat pour la même échéance (plus de 2,7% contre 0,2 à 0,3% d'habitude). Et cela malgré que les banques centrales ne cessent de fournir des liquidités, massivement.

Le mois de septembre est décidément un mois catastrophique pour la finance internationale ; ses derniers jours marquent en effet une aggravation généralisée de la situation :

- La situation de Fortis devient critique : les gouvernements belge, néerlandais et luxembourgeois, signent le dimanche 28, avec la bénédiction du Président de la BCE, un accord de nationalisation partielle de ses trois filiales nationales : c'est la première fois, depuis le début de la crise qu'une banque de la zone euro a ainsi besoin du secours des pouvoirs publics.
- Le lundi 29 est un véritable lundi noir, spécialement pour l'Europe :
 - La banque américaine Wachovia fait faillite et Citigroup et Wells Fargo sont en concurrence pour la racheter.
 - La banque anglaise Bradford & Bingley (« B&B ») doit être nationalisée pour que le Trésor britannique reprenne ses actifs « pourris », pendant que ses meilleurs actifs sont transférés au groupe espagnol Santander.
 - La banque allemande Hypo Real Estate (« HRE ») et la banque islandaise Glitnir sont sauvées grâce à l'intervention de leurs gouvernements.
 - Le groupe franco-belgo-luxembourgeois de bancassurance Dexia est en grande difficulté : son cours perd presque 30% dans la journée.

D'ailleurs, la France, la Belgique et le Luxembourg se porteront au secours de Dexia le lendemain, le mardi, en nationalisant de fait la banque : c'est la première fois, depuis 14 ans, que l'État français intervient pour sauver une banque. *On peut remarquer que, ce faisant, les États ne font pas nécessairement une mauvaise opération puisqu'ils participent à une augmentation de capital à un prix relativement bas et qu'ils pourront revendre leurs actions quand les cours auront remonté.*

On constate donc que la vague des faillites bancaires déferle maintenant sur l'Europe. Un mouvement de panique commence alors à se manifester, surtout certains pensent que la moitié des titres « pourris » se trouvent en Europe...

- La Fed et la BCE continuent à injecter des doses massives de liquidités sur leurs marchés monétaires.

- La contamination de la crise à l'Europe mine complètement la confiance que les établissements financiers pouvaient avoir encore les uns vis-à-vis des autres : ceux qui ont des excédents de liquidité, au lieu de les placer sur le marché interbancaire, préfèrent les placer auprès de la BCE, même s'ils sont moins rémunérés (ces dépôts au jour le jour atteignent ce 29 septembre le record de 44,4 milliards d'euros ; ils connaîtront des montants encore bien plus élevés au cours du mois d'octobre).

- Les Bourses enregistrent toutes de fortes baisses tout au long de la journée : celle de Paris passe à nouveau sous le seuil des 4000 points.

- L'euro et la livre baissent nettement face au dollar et au yen.

- On apprend que l'économie japonaise, la deuxième du monde, accumule de mauvais résultats.

- En France, le chiffre du chômage pour le mois d'août est le « pire chiffre mensuel depuis mars 1993 » selon le Secrétaire d'État à l'emploi.

- Surtout, en fin de journée, le plan de sauvetage Paulson est rejeté par le Congrès. Ainsi, le risque systémique est passé après la volonté de la frange la plus libérale des Républicains de laisser le marché s'autoréguler sans l'intervention de l'État, après le refus des Démocrates de ne pas aider les ménages ruinés par leurs crédits immobiliers, et après le souci de tous de ne pas pénaliser les contribuables. *De nombreux experts critiquent également ce plan : un argumentaire est signé de 200 noms d'économistes reconnus, dont les prix Nobel R. Lucas et V. Smith. Il est en particulier souligné que l'État s'engage à racheter pour une somme astronomique des titres dont on est en fait incapable de connaître le prix puisqu'il n'en existe pas de marché, ce qui risque de perturber durablement les règles de l'économie de marché. On peut ajouter que ce plan peut avoir pour effet pervers d'augmenter doublement le risque d'aléa moral : non seulement l'intervention de l'État peut inciter certaines banques à prendre davantage de risques, mais aussi les banques qui sont secourues – « les mauvaises » – ne vont-elles pas faire une concurrence déloyale à celles qui ne le sont pas – « les bonnes » ?*

La conséquence directe du rejet du plan est que Wall Street, qui a déjà enregistré une très forte baisse au cours de la journée, plonge encore un peu plus en soirée (de près de 800 points au total, ce

qui ne s'est jamais encore vu, et ce qui représente une perte de 1000 milliards de dollars de capitalisation boursière...) et que les Bourses asiatiques suivent le même mouvement les heures suivantes. Dès le lendemain, l'administration Bush et les grandes voix du Congrès travaillent pour élaborer une nouvelle version du plan de sauvetage qui, grâce à un certain nombre d'amendements concernant en particulier les garanties et les protections des contribuables, réduirait les résistances des parlementaires. Un nouveau vote devrait avoir lieu dès mercredi soir. Cela semble aux yeux des défenseurs du plan d'autant plus nécessaire que la crise s'est propagée à l'Europe et que le risque systémique devient donc très important.

Dans la zone euro, le taux d'inflation continue à baisser : pour ce mois de septembre, il affiche 3,6% (4,2% pour l'ensemble de l'UE, contre 4,3% en août).

• Octobre 2008 -> Le mois d'octobre s'ouvre le mercredi 1^{er}, par une nouvelle, deux idées et une série de propositions faites par la Commission européenne. La nouvelle est le vote par le Sénat américain du Plan Paulson bis (la Chambre des Représentants doit le voter vendredi). La première idée est celle du lancement d'un plan de sauvetage équivalent pour l'Europe, prenant la forme d'un fonds de garantie de 300 milliards de dollars, mais plusieurs voix, notamment celles de l'Allemagne, de l'Angleterre et du Président de la BCE, s'élèvent, les uns pour critiquer le principe (en particulier, l'Allemagne s'oppose à la conception « intégrationniste » des Français et continue, sans doute pour éviter de payer pour les autres, à défendre le principe de la déconcentration des pouvoirs), les autres pour en contester l'urgente nécessité, d'autres encore pour insister sur la difficulté de la mise en œuvre de cette idée, étant donné l'absence d'un budget fédéral européen. Pour en rajouter à cette cacophonie européenne, qui ne pourra qu'avoir de néfastes conséquences sur les réactions des marchés, l'Irlande fait cavalier seul en décidant ipso facto de garantir sans limite les dépôts pendant deux ans. La seconde idée, qui ne fait pas plus l'unanimité que l'autre, concerne la réunion internationale d'un « Bretton Woods » financier pour mieux réguler la finance mondiale. *Il ne s'agirait pas d'un nouveau Bretton Woods monétaire pour remettre sur le métier la reconstruction d'un SMI à change fixes, surtout qu'aucune crise de change n'accompagne (pour l'instant) la crise financière, mais d'une grande réunion internationale pour mettre en cohérence les différentes réglementations et codes de bonne conduite et pour redéfinir le rôle du FMI de façon à rendre possible une cogestion des crises au niveau le plus global.* La série de propositions européennes sont faites par l'intermédiaire du Commissaire chargé du commerce intérieur. Ces propositions concernent en particulier un projet de directive sur des normes de fonds propres qui seraient imposées en cas de titrisation de créances et dans le cas de « grands risques » encourus par les banques, la création de collèges de superviseurs nationaux pour mieux coordonner la supervision des activités bancaires transfrontalières, la réglementation des hedge funds et des agences de notation et l'assouplissement des normes comptables.

Le jeudi 2, la BCE maintient ses taux à l'identique parce qu'elle estime que les risques inflationnistes ont peut-être diminué mais pas disparu. Dans sa déclaration, J.-C. Trichet souligne « le degré extraordinairement élevé de l'incertitude » et affirme que « nous restons libres de faire ce qu'il faudrait à n'importe quel moment ». Selon plusieurs observateurs, ce discours est très nouveau et semble annoncer une baisse prochaine possible des taux directeurs. Après cette décision, l'euro enregistre une forte baisse en atteignant 1,3748, niveau qu'il n'a pas atteint depuis plus d'un an.

En France est lancé un plan d'aide de 22 milliards aux PME parce que ces entreprises souffrent particulièrement de la crise du crédit. Il est en particulier donné mission à la Caisse des Dépôts d'injecter 17 milliards d'euros à partir des fonds collectés sur les Livrets de développement durable (les LDD, ex-Codevi) et sur les Livrets d'épargne populaire (LEP), mais cela doit se faire par l'intermédiaire des banques à qui ces fonds sont transmis : certains craignent qu'elles s'en servent pour réduire leurs problèmes de trésorerie... Ce plan d'aide comprend aussi le renforcement des moyens d'OSEO, établissement financier public spécialisé dans l'accompagnement des PME (En appui des politiques nationales et régionales, OSEO - né du rapprochement de l'Anvar, de la BDPME, de la Sofaris et de l'AIL - finance et accompagne les PME dans les phases les plus décisives de leur existence. OSEO a pour mission de financer et d'accompagner les PME, l'objectif étant d'assurer une plus grande continuité dans la chaîne du financement de leurs projets, grâce à la complémentarité de ses trois métiers : soutien à l'innovation, financement des investissements et du cycle d'exploitation en partenariat avec les banques et garantie des financements bancaires et interventions en fonds propres).

Le vendredi 3, comme prévu, la Chambre des représentants adopte le nouveau plan Paulson. Celui-ci prévoit en particulier l'achat par l'État des actifs toxiques des banques (l'État participant en contrepartie à leur capital et à leurs bénéfices), la limitation des rémunérations des dirigeants et l'interdiction des parachutes dorés, la révision des conditions des prêts hypothécaires, des crédits d'impôts en faveur des entreprises et des ménages des classes moyennes, et la hausse du plafond de la garantie des dépôts bancaires. J. Stiglitz, prix Nobel d'économie 2001, fera une critique assez radicale de ce plan dans Le Monde du 12 : « le plan britannique qui consiste à injecter du capital aux banques est une meilleure option. (...) Le plan (Paulson) consiste à faire une transfusion sanguine à un malade qui souffre d'une hémorragie interne ».

À la fin de cette première semaine d'octobre, on parle de récession à la fois aux États-Unis, dans la zone euro et en France. À Paris, le chef de l'État reçoit ses homologues européens faisant partie du G8 ainsi que le président de la BCE et celui de l'Eurogroupe, après s'être entretenu avec le directeur général du FMI, pour étudier les mesures susceptibles de soutenir les banques européennes et de ramener la confiance (traitement comptable particulier pour les actifs « toxiques », assouplir les règles d'intervention des États, adopter des règles communes pour la garantie des dépôts, revoir le cadre de la supervision bancaire, surveiller strictement les activités des agences de notation, poser des principes communs pour la rémunération des dirigeants et pour leurs parachutes dorés). Mais ce « sommet de l'Élysée » révèle des divisions persistantes entre les Européens.

Le dimanche 5, le gouvernement allemand est obligé de sauver à nouveau la banque HRE parce que ses besoins de liquidités sont beaucoup plus importants que prévu, spécialement à cause de la débâcle de sa filiale irlandaise. Cette intervention, faite en toute hâte, est rendue indispensable par le risque systémique encouru, risque qui est à ce point grave que cela relance l'idée d'un plan de sauvetage à l'échelle de l'Europe et que cela conforte la conviction de plusieurs experts que des solutions nationales et au cas par cas ne peuvent pas suffire. L'Allemagne décide ce même jour de garantir sans limite les dépôts d'épargne pour éviter toute panique bancaire que pourraient entraîner les difficultés de certains établissements, notamment régionaux.

Dans la nuit du dimanche au lundi est annoncée la décision de rachat de 75% de la branche belge de Fortis par BNP-Paribas (la branche néerlandaise reste nationalisée à plus de 99%) : BNP-Paribas devient ainsi la première banque de dépôts de la zone euro.

Le lundi 6 octobre apparaît comme un « lundi noir » supplémentaire. Les différentes places boursières, qui avaient enregistré un léger mieux en fin de semaine précédente, sont prises de panique à cause d'une défiance généralisée suite aux difficultés rencontrées par plusieurs établissements européens et à l'insuffisance des mesures annoncées lors du sommet de l'Élysée : la Bourse de Paris « plonge » de 9,04%, nouveau record de baisse depuis la création du CAC 40. L'Eurostoxx 50 a perdu près de 34% en un an : pour beaucoup, c'est un krach. *Remarque sur les pertes subies à l'occasion d'un krach boursier : le cours d'une action dépend de l'offre et de la demande de cette action sur le marché et il ne concerne que les actions échangées, pas celles qui restent dans les portefeuilles de titres. Les mouvements constatés concernent par définition la valorisation boursière et n'affectent pas la richesse que de ceux qui n'ont pas ou peu d'actions (le marché d'obligations, ou marché du crédit ou encore marché des taux, subit bien évidemment les conséquences des tensions sur le marché d'actions, ce qui se traduit par une forte élévation des primes de risques). Ces mouvements boursiers ont une dimension artificielle importante.*

En cours de journée, le Premier ministre islandais laisse penser que son pays pourrait être pris dans la tourmente bancaire jusqu'à risquer la faillite : le système financier islandais est le facteur essentiel de l'activité et de la croissance du pays, il est hypertrophié et la banque centrale n'est pas en mesure d'y jouer le rôle de PDR (de plus, l'inflation y est de 15% et la couronne islandaise a perdu 45% en un mois). De son côté, la première banque américaine, Bank of America, craint une forte baisse de ses résultats et une insuffisance de ses fonds propres, d'où l'annonce d'une augmentation de capital. En soirée, trois des quatre plus grosses banques britanniques font pression sur le gouvernement pour bénéficier d'un plan de soutien, ce qui accroît encore davantage le sentiment de défiance.

Le mardi 7 octobre, les Bourses ouvrent en nette hausse, mais terminent en forte baisse... : le Dow Jones abandonne 5,11% à Wall Street et atteint son plus bas niveau depuis 5 ans ; dans la nuit de mardi à mercredi, le Nikkei perd jusqu'à 9,81% à Tokyo, véritable krach boursier depuis 1987. Les ministres de l'économie de l'UE (Ecofin) tentent difficilement de mettre fin aux divisions entre gouvernements

européens en discutant ensemble d'un plafond identique de 50 000 à 100 000 euros pour la garantie des dépôts bancaires et en adoptant des règles similaires pour soutenir efficacement le système financier. Après la nationalisation de Glitnir, l'Islande annonce celle de la deuxième banque du pays (Landbanski). En France, pour élargir leur base de dépôts et faire face aux difficultés rencontrées par Natixis, leur filiale commune, les responsables des Banques populaires et des Caisses d'épargne présentent au Gouverneur de la Banque de France leur projet, dans leurs cartons depuis 2 ans, de fusionner leurs organes centraux. Aux États-Unis, la Fed annonce qu'elle pourrait utiliser une procédure jamais utilisée depuis la crise de 1929, à savoir l'achat de billets de trésorerie, c'est-à-dire des titres offerts sur le marché monétaire par les entreprises privées pour se financer à court terme : cela traduit le souci qu'a la Fed de voir la crise financière se transmettre à l'économie réelle ; la Banque centrale américaine continue par ailleurs, comme ses consœurs, d'alimenter le marché interbancaire en liquidités.

Le mercredi 8 octobre, le gouvernement britannique annonce un plan de soutien qui équivaut à une nationalisation partielle de 8 grandes banques ainsi que l'ouverture d'une importante ligne de crédit (260 milliards d'euros). Selon le 1^{er} ministre britannique, Gordon Brown, « l'heure ne peut pas être à la pensée conventionnelle ou aux dogmes dépassés, mais elle doit être à l'innovation et permettre de s'attaquer au cœur du problème ». Dès le matin aussi, les Bourses européennes suivent le mouvement de baisse sensible donné la veille par Wall Street et surtout par Tokyo. Devant l'aggravation de la panique financière malgré les déclarations faites et les mesures prises, le premier ministre britannique propose aux autres pays de l'UE un plan européen de financement pour l'ensemble du système bancaire. Dans le même temps, deux informations ne peuvent qu'approfondir l'inquiétude. D'abord la réduction de l'activité économique pour le deuxième trimestre consécutif dans la zone euro : celle-ci serait donc entrée officiellement en récession. Ensuite, la perte enregistrée depuis le début de la crise des subprimes par les fonds de pension américains, publics et privés : 2000 milliards de dollars, soit une baisse de 20% !

La crise financière prend un caractère tellement systémique et les risques encourus par l'économie réelle sont à ce point inquiétants que pas moins de 6 banques centrales, la BCE, la Fed, la BoE, et les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse, décident (à 13h, heure de Paris) de manière concertée et inattendue de baisser chacune d'un demi-point son taux directeur, avec la production d'un communiqué commun. Ainsi celui de la BCE passe de 4,25% à 3,75%. La Banque centrale chinoise baisse elle aussi ses taux et la Banque du Japon exprime son soutien appuyé à cette action. *Cet important assouplissement monétaire est rendu possible par un contexte d'inflation plutôt favorable. Le danger que fait d'ailleurs courir à l'économie mondiale la situation actuelle serait d'ailleurs plutôt celui de la déflation que celui de la stagflation. D'ailleurs, on peut se demander si, face aux engagements que la crise les amène à prendre, les pouvoirs publics ne sont pas obligés de laisser un peu filer l'inflation pour résoudre leurs problèmes de financement : entre deux maux, il faut savoir choisir le moindre... D'ailleurs, on constate dans la zone euro que la hausse annualisée de l'agrégat M3 est supérieure à 8,5%, même si l'inflation a baissé et atteint 3,2% en rythme annuel en ce mois d'octobre. Grâce à l'actuelle baisse importante des prix de l'énergie, ce taux d'inflation baissera même à 2,1% en novembre.*

Mais cette annonce exceptionnelle ne parvient pas à rassurer les places européennes, elle n'empêche malheureusement pas les cours boursiers de continuer à baisser, après une très courte petite reprise : le CAC 40 termine la journée sur une baisse de 6,39% à 3493 points. Devant cette irrationalité évidente des marchés, le Président de la BCE les exhorte : « reprenez vos esprits (...) Le pessimisme excessif est très mauvais conseiller ». Lors du débat à l'Assemblée nationale, F. Fillon annonce la mise en place d'une structure de droit public – la Société de prises de participation de l'État, SPPE, rattachée à l'Agence des participations de l'État, APE- pour soutenir financièrement et sans délai les banques en difficulté, y compris par des prises de participation. Par ailleurs, le FMI estime que le montant global des pertes subies jusqu'à maintenant par les banques est de 1400 milliards de dollars, que la croissance de l'économie mondiale va ralentir significativement pendant plusieurs mois et il considère que le choc actuel est le plus grave depuis les années 1930.

Deux remarques sont à faire ici. D'abord, le problème essentiel, au-delà de la perte généralisée de confiance, est une course effrénée à la liquidité, causée à la fois par la panique et la spéculation, par la course au désendettement et par les restrictions de crédit : les acteurs en besoin de financement, ne pouvant s'endetter normalement et répugnant à se procurer des fonds en Bourse, trouvent la liquidité dont ils ont besoin en vendant des actifs, dont les cours s'en trouvent alors d'autant plus déprimés. La baisse des taux directeurs a précisément pour objet principal d'éviter le « credit crunch ». Ensuite, faire le maximum pour que la crise

financière ait le moins d'impact possible sur l'économie réelle est d'autant plus décisif qu'une crise de l'économie réelle aurait à son tour des conséquences négatives sur la sphère financière, d'où la naissance d'un cercle très vicieux. La crise financière a d'abord des conséquences quantitatives sur la sphère réelle. Plusieurs effets négatifs interviennent ensemble : l'effet des restrictions de crédit, l'effet richesse négatif sur les dépenses des ménages et sur les possibilités d'endettement des entreprises, l'effet de l'endettement des nombreuses entreprises qui fait fuir les investisseurs, l'effet psychologique dépressif sur le moral des différents agents économiques et donc sur leurs anticipations, d'où un impact défavorable sur leurs décisions. La crise financière a également des conséquences qualitatives sur la sphère réelle. La crise financière conduit à de nombreuses restructurations tous azimuts et à d'importantes réallocations des placements : on peut s'attendre à ce que les investissements délaissent les secteurs qui souffrent ou risquent de souffrir le plus de la récession (l'immobilier, le bâtiment, l'automobile, le pétrole) et privilégient au contraire les secteurs qui seront les moins touchés (la pharmacie, l'agroalimentaire, les télécommunications et toutes les activités en liaison avec l'environnement).

Au Royaume-Uni, le gouvernement fait une double annonce avant même l'ouverture des marchés : il nationalise partiellement plusieurs établissements à hauteur de 50 milliards de livres et surtout il ouvre une ligne de crédit de 200 milliards de livres pour garantir les prêts interbancaires, de façon à ce que les banques acceptent de se prêter à nouveau. Plusieurs experts donnent à ce comportement anglais une grande importance car il marque un changement profond de conception et de position, à la fois vis-à-vis des États-Unis et vis-à-vis de l'Europe, surtout que le Plan européen que des responsables de plus en plus nombreux appellent de leurs vœux pourrait s'inspirer du plan britannique.

Le jeudi 9 octobre s'ouvre avec des Bourses plutôt bien orientées mais la journée se finit plus mal qu'elle a commencé : le CAC 40 termine en chute à 3442 points, au moment où Wall Street ouvre en baisse. De plus, la situation de l'Islande reste grave malgré la nationalisation des principales banques, au point de suspendre tous les échanges boursiers jusqu'au mardi suivant ; et des rumeurs pessimistes commencent à se répandre sur celle de la Hongrie : après l'insolvabilité des ménages, puis celle des banques, voici que se pose la question de l'insolvabilité de certains États (la Hongrie, de même que d'autres pays d'Europe centrale manifestent de plus en plus leur désir d'adhérer au plus vite à l'euro dans la mesure où la crise soumet leurs monnaies nationales à de fortes turbulences). La situation de Dexia, pourtant en partie nationalisée, reste également préoccupante : comme ses consœurs ne veulent pas lui prêter par manque total de confiance, les gouvernements français, belge et luxembourgeois garantissent les emprunts qu'elle doit faire sur les marchés. Et il en est également de même pour l'ex-premier assureur mondial AIG, pourtant quasi-nationalisé lui aussi par l'État américain : AIG a besoin d'une importante rallonge au plan de sauvetage du milieu du mois de septembre. Cela ne manque pas de raviver l'inquiétude qu'ont déjà les marchés à propos des risques qu'ont pris les différentes compagnies d'assurances dans leurs placements.

Le vendredi 10 octobre se produit un véritable krach boursier. À Paris, le CAC 40 baisse de 7,73% (en tombant à 3176,49 points), ce qui représente une chute de 22,2% sur une semaine ; celle du Dow Jones est de 18%. La Bourse de Londres perd 10% en huit minutes à son ouverture. À Tokyo, le Nikkei baisse de 9,62%.

C'est ce même vendredi que les ministres des finances du G7 se réunissent à Washington : un plan d'action d'envergure est adopté de manière consensuelle. Le communiqué présente cinq points, dans un texte court mais clair et précis. Le premier de ces points vise l'engagement pris par tous les pays signataires de protéger de la faillite toutes les institutions financières. Le deuxième souligne la volonté de débloquent le crédit et le marché interbancaire en fournissant aux banques toutes les liquidités nécessaires. Le troisième concerne la garantie promise aux épargnants. Le quatrième avance la possibilité de recapitaliser les institutions en difficulté. Le cinquième admet la nécessité de revoir la qualité des normes comptables. Le texte précise aussi que toutes ces actions seront menées avec le souci de protéger les contribuables et qu'il apporte son soutien au FMI pour que celui-ci assiste les pays mis à mal par la crise. Par conséquent, on retrouve grosso modo l'essentiel des mesures qu'avait proposées la déclaration du G4 la semaine précédente.

Le dimanche 12 octobre, réunion, à Paris et sous la Présidence française, des chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la zone euro, en présence du Président de la BCE et du Premier ministre britannique Gordon Brown, dont le plan lancé dans son pays sert en quelque sorte de modèle en Europe comme aux États-Unis (lequel plan britannique prend lui-même pour exemple la stratégie que la Suède a développée au début des années 1990 pour faire face à la crise immobilière causée par la dérégulation des

activités financières au milieu des années 1980). Ainsi, un plan de 1300 milliards d'euros est décidé pour sauver le système bancaire et financier européen, dans le sillage du plan adopté par le G7 l'avant-veille. Les participants affirment leur volonté d'agir de manière concertée ; d'ailleurs, les pays décident de préciser dès le lendemain, de manière simultanée, comment ils comptent utiliser la boîte à outils que prévoit ce plan en tenant compte de leurs spécificités.

Une cellule de crise doit être mise en place pour renforcer la concertation et la coordination des actions.

Le lundi 13 octobre, comme décidé au niveau européen la veille, le Président Sarkozy, pour la France, présente à l'issue du Conseil des ministres extraordinaire qui vient de l'adopter, le plan de sauvetage des banques (ce plan sera adopté en urgence le lendemain par les députés).

Ce plan prévoit en particulier, sur une somme globale de 360 milliards d'euros

- une garantie "payante" (pour éviter effets d'aubaine et distorsions de concurrence) des prêts interbancaires à hauteur de 320 milliards d'euros, par l'intermédiaire d'une « caisse de refinancement » qui fournira jusqu'à fin 2009 des financements à moyen terme, la BCE se chargeant bien évidemment toujours du refinancement à court terme ;
- et 40 milliards d'euros pour la recapitalisation des banques en difficulté, par l'intermédiaire de la SPPE.

Trois remarques à propos de ce plan de sauvetage. D'abord, la Caisse de refinancement et la SPPE trouveront les moyens nécessaires en empruntant sur les marchés, autrement dit auprès des investisseurs institutionnels (fonds de pension, caisses de retraite, ...) et aussi auprès des banques centrales. Ensuite, malgré l'importance de l'enveloppe de ce plan, il n'est pas concevable que l'État puisse se porter au secours de l'ensemble de notre système bancaire quand on sait que le total du bilan consolidé des banques françaises équivaut à 3,5 fois notre PIB ! De toute façon, et c'est la troisième remarque, il est douteux que les banques fassent officiellement appel à l'aide de l'État car ce serait un signal pessimiste donné aux clients, ce qui pourrait susciter des mouvements de panique : en cas de besoin, elles préféreront sans doute recourir aux fonds souverains.

Les enveloppes des plans nationaux de sauvetage sont relativement proportionnelles aux PIB : pour l'Allemagne, on a un total de 480 qui se ventile en 400 pour la garantie des prêts interbancaires et 80 pour la recapitalisation ; pour le Royaume-Uni, on a respectivement 384, 320 et 64 ; pour l'Italie, 40 consacrés entièrement à la recapitalisation et pour l'Espagne 100 entièrement consacrés à la garantie.

Sitôt les plans de sauvetage européens annoncés, toutes les Bourses enregistrent de fortes hausses, parfois même historiques : à Paris, le CAC 40 fait un bond de 11,18%, ce qui est un record depuis sa création. À Francfort, on enregistre même une hausse de 11,40%. Autrement dit, les Bourses sur-réagissent autant la hausse qu'à la baisse, et ce dans l'espace de quelques jours seulement et même de quelques heures comme cela peut se constater au cours de la même journée : leur volatilité et leur nervosité sont extrêmes.

Le mardi 14 octobre, le Président Bush et son secrétaire au Trésor H. Paulson sont obligés de dégager 250 milliards de dollars sur les 700 du plan présenté en début de mois pour recapitaliser 9 banques américaines parmi les plus importantes, dont Citigroup, JP Morgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs et Morgan Stanley, les deux dernières banques d'affaires indépendantes.

Privée de ses principales valeurs financières suite aux nationalisations de la semaine précédente, la Bourse islandaise ouvre en chutant de 76% !

Le mercredi 15 octobre se réunit pour deux jours à Bruxelles un Sommet européen au cours duquel les 27 adoptent les mesures adoptées dimanche par les pays de la zone euro. Il est même décidé d'étendre ces mesures à l'ensemble des pays de l'UE. Par contre, il n'y a pas consensus pour créer un superviseur bancaire européen.

Ce sommet européen débute alors que les Bourses commencent la journée en affichant des baisses qui tranchent nettement avec les hausses records des deux jours précédents : après avoir été plutôt rassurés sur la crise financière grâce à l'implication des États et des Banques centrales, les investisseurs commencent à craindre que la récession amorcée au printemps soit profonde, longue et mondiale. Il faut dire que beaucoup d'indicateurs publiés sur la situation de l'économie réelle sont orientés un peu partout à la baisse (voir les cartes publiées par le FMI). On peut dire que ce jour du mercredi 15 est le vrai « coup d'envoi » de la crise économique et donc sociale puisque les inquiétudes concernant l'économie réelle prennent désormais le pas sur celles concernant la sphère financière (l'OIT estime que le nombre de chômeurs dans le monde pourrait augmenter d'ici fin 2009 de 20 millions de personnes pour dépasser le seuil des 200 millions au total). D. Strauss-Kahn, directeur général du FMI, souligne les dangers que peuvent représenter les graves conséquences sociales de l'aggravation de la situation économique et donc de l'emploi et des conditions de vie. Les gouvernements et les marchés feraient bien d'y être particulièrement attentifs.

Même si la crise économique et sociale prend maintenant le pas sur la crise financière, celle-ci n'est pas finie : de nombreux hedge funds sont en difficulté et cela représente une grave menace. Parce que leurs clients les délaissent au profit de placements plus sûrs et que les banques les forcent à réduire le formidable endettement sur lequel ils fondent leur fameux effet de levier, les hedge funds sont entraînés dans une course à la liquidité, ce qui se traduit par des ventes massives sur les marchés actions, ce qui est une explication importante de la débâcle boursière actuelle (en un an, entre le début et la fin de l'année 2008, un hedge fund sur trois a disparu -application à la finance de la loi de Darwin- et la moyenne des rendements a été de -19%).

Remarque : cette crise des hedge funds se répercute mécaniquement sur les fonds de pension qui, par souci de diversifier les risques, ont fait des placements dans ces organismes ; cela s'ajoute au souci qu'ont les fonds de pension de protéger l'épargne de leurs déposants, ce qui les amène les fonds à vendre. Les pays émergents sont eux aussi incités à vendre pour sauver les investissements qu'ils ont faits dans les pays occidentaux. Ainsi, la déprime boursière actuelle s'explique par le fait qu'il y a beaucoup de vendeurs et très peu d'acheteurs.

Cela dit, les hedge funds, qui sont, contrairement à ce que laisse penser leur nom, des fonds spéculatifs personnifient bien le capitalisme financier qui sombre aujourd'hui « dans l'ubris, la cupidité et le conformisme » pour reprendre les mots de Pascal Bruckner dans son bel article « l'inévitable métamorphose » (Le Monde du 16 octobre). En dix ans, leur nombre a été multiplié par plus de 3 et la valeur des actifs qu'ils gèrent par plus de 10. Le cas des hedge funds est intéressant non seulement à ce moment du déroulement de la crise mais pour l'après-crise : on peut en effet se demander s'ils ne parviendront pas à contourner les nouvelles réglementations comme ils sont parvenus à transgresser les règles actuelles (Z. Bauman, professeur de sociologie émérite à l'Université de Leeds, en Grande-Bretagne, répond à cette question en exprimant un point de vue très critique dans une interview donnée aux « Enjeux-Les Échos » de novembre 2008 : « Toutes les mesures prises par les autorités fédérales américaines, en totale contradiction avec leurs précédentes professions de foi, visent à sauver les puissants de la catastrophe qu'ils ont précipitée sur les plus faibles, et à leur permettre de se remettre de ce hoquet pour continuer à jouer avec encore plus de vigueur, de détermination et de profit au grand jeu de la mondialisation »). Le même genre de réflexion, et donc d'inquiétude, vaut aussi pour les fonds d'investissement, les « private equities », sociétés de capital-risque et de capital-investissement qui effectuent des placements dans des sociétés non cotées, donc en dehors des contraintes de la Bourse (certains les appellent les « fonds vautours »). « C'est pourquoi il serait insuffisant de se contenter de mesures conjoncturelles, seraient-elles nécessaires, et naïf de croire que des mesures structurelles de régulation du même système seront suffisantes. Cette crise doit nous conduire à ouvrir la boîte noire de la logique du développement de nos sociétés et à réinterroger la pertinence des indicateurs avec lesquels nous mesurons nos progrès et définissons nos choix collectifs » (Dominique Méda et Vincent Peillon, Le Monde du 17 octobre 2008).

Une autre réflexion importante à faire concerne les liens entre la sphère économique et la sphère financière. Dire que la crise financière se propage à la sphère réelle laisse penser que la première est coupable des maux dont la seconde est victime. On peut soutenir tout aussi bien que la forme du capitalisme qui est en cause aujourd'hui crée depuis les années 1980 une relation réciproque entre l'économie réelle et la finance de marché, avec comme principe directeur le nouveau gouvernement d'entreprise. Comme le montre bien R. D'Aveni, la concurrence se caractérise désormais par une « hypercompétition » qui se base sur une innovation perpétuelle dans le but d'éliminer les concurrents qui ne parviennent pas à suivre. Or, cette course sans répit à l'innovation conduit à chercher toujours davantage des capitaux, en promettant des retours sur investissements de plus en plus mirifiques. Cette hypercompétition conduit à une véritable « création destructrice » pour reprendre le titre d'un ouvrage de J. Prades qui montre que le raccourcissement du cycle de vie des produits et le renouvellement continu des gammes détruisent plus de valeur qu'ils n'en créent. La sphère réelle aurait donc sa part de responsabilité dans les dérapages actuels de la finance.

À Paris, le CAC 40 termine la journée sur une baisse de 6,82% à 3381 points et à Francfort le Dax baisse de 6,49%. En soirée, Wall Street plonge : le Dow Jones chute de 7,87%, le plus mauvais score depuis 21 ans (1987) ; et à Bruxelles, les Européens proposent la réunion, à New York à la fin de l'année, d'un sommet mondial anti-crise, en y associant les pays émergents, pour réformer en profondeur le système financier.

Le jeudi 16 octobre confirme la chute importante des Bourses commencée la veille : se produit à Tokyo un véritable krach puisque le Nikkei « dévisse » de 11,41% (la Bourse de Séoul baisse de 9,4%). Le CAC 40 continue de baisser et termine la journée avec - 5,92% : son rebond de début de semaine est complètement effacé et il retrouve le niveau d'août 2003. Les autres Bourses européennes sont également en perte.

Ces fortes réactions boursières signifient que les investisseurs anticipent une récession qui pourrait être longue. N'oublions pas, comme le rappelle P.-A. Delhommès (Le Monde du 17/10/2008), que Wall Street a dû attendre 1954 pour retrouver son niveau de septembre 1929 et que l'indice Nikkei vaut aujourd'hui 8 500 points contre 40 000 fin 1989, avant l'entrée en déflation de l'économie japonaise.

Le système financier suisse est lui-même fragilisé : il faut aider la première banque du pays à renforcer ses fonds propres.

La Commission européenne propose de relever à 100 000 euros, pour un an, le montant minimum de garantie des dépôts bancaires des particuliers.

De leur côté, les régulateurs comptables européens décident d'assouplir les normes comptables bancaires.

Le prix du pétrole poursuit sa baisse : le prix du Brent passe sous les 70\$ à Londres et à New York, le plus bas niveau depuis 16 mois : en un peu plus de 3 mois, le prix du baril de pétrole est ainsi divisé carrément par 2 !

Comme le sommet européen se termine avec le spectre d'une forte récession, les chefs d'État et de gouvernement annoncent, avant de se quitter, qu'ils prendront les mesures nécessaires pour soutenir la croissance et l'emploi et qu'ils demandent à la Commission de « formuler d'ici la fin de l'année des propositions adaptées, notamment pour préserver la compétitivité internationale de l'industrie européenne. Mais l'idée d'un plan de relance généralisé au niveau européen, lancée par le chancelier autrichien, n'est pas retenue, par crainte d'aggraver les déficits publics.

La journée se termine sur une bonne surprise : la Bourse de New York ferme sur une forte hausse (le Dow Jones gagne 4,68%). *Après un mercredi catastrophique, ce changement de cap montre que la Bourse est particulièrement hésitante, sans doute parce que les investisseurs sont partagés entre d'un côté des informations conjoncturelles nettement pessimistes et de l'autre les décisions récentes des autorités publiques au niveau mondial qui montrent qu'elles ont la ferme volonté de restaurer la confiance.*

Le vendredi 17 octobre : les Bourses sont toujours les proies d'une instabilité et d'une nervosité exceptionnelles (l'indice Vix qui mesure le degré de volatilité de Wall Street, appelé « indice de la peur », bat cette semaine des records historiques). À Paris, l'évolution du Cac 40 ne connaît pas moins de cinq phases au cours de cette seule et même journée : d'abord à l'ouverture une forte hausse de 4,40%, puis l'effacement quasi-intégral de ces gains vers midi, avant de remonter vers 14h, pour redescendre vers l'équilibre à 15h30 et enfin un rebond vers la clôture pour terminer avec une hausse de 4,68%.

Le Commissaire européen au commerce intérieur estime qu'il y a « un besoin urgent de la mise en place d'une chambre de compensation centralisée » pour contrôler les négociations pourtant sur les produits opaques et spéculatifs qui jouent un rôle déterminant dans la crise financière, comme en particulier les CDS, « Credit Default Swaps ».

En France éclate une bombe : le groupe des Caisses d'épargne de l'Écureuil annonce avoir perdu 600 millions d'euros sur les marchés. Lors de l'enquête, la somme perdue est portée à près de 700 millions et ce sont de graves défaillances du contrôle interne qui sont dénoncées.

Le samedi 18 octobre, G. Bush reçoit à Camp David N. Sarkozy (Président en exercice de l'UE) et J.M. Barroso (Président de la Commission européenne) : il accepte la proposition de réunir le plus tôt possible avant Noël un Sommet mondial pour jeter les bases d'un nouveau système financier international et même d'un nouvel ordre économique mondial (le mercredi 22, la Maison Blanche annonce la tenue d'un premier sommet du G20 le 15 novembre dans les environs de Washington).

Le dimanche 19, le gouvernement néerlandais recapitalise à hauteur de 10 milliards d'euros ING, le premier établissement financier du pays, dont le cours avait baissé de 27% en la seule journée du vendredi.

Le lundi 20 octobre, plusieurs annonces sont faites. Sur le plan international, le FMI et un certain nombre de banques centrales se porteraient au secours de l'Islande pour lui éviter la faillite (notons que s'allonge de plus en plus la liste des pays qui réclament l'aide du FMI : la Hongrie, le Pakistan, l'Ukraine, la Biélorussie, la Croatie, l'Albanie, la Macédoine, la Serbie,...). Sur le plan national français, deux annonces sont faites. D'une part, la Ministre de l'économie informe que l'État va apporter des quasi-fonds propres, pour 10,5 milliards d'euros, aux six principales banques françaises pour renforcer leur solvabilité (le Crédit Agricole pour 3 milliards, BNP-Paribas pour 2,55, la Société Générale pour 1,7, le Crédit Mutuel pour 1,2, la Caisse d'Épargne pour 1,1 et la Banque Populaire pour 0,95). Bien que les banques françaises ne souffrent pas en réalité d'une insuffisance de fonds propres (leur ratio de solvabilité Tier1 est bien supérieur à la norme officielle de 4%- voir notre document, « Marchés et règles », seconde partie), cette décision est prise sous la pression des marchés. En effet, ceux-ci, suite à une analyse de Merrill Lynch, estiment, par une forte baisse des cours des banques françaises, que dans le contexte actuel les banques doivent avoir un ratio de solvabilité calculé à partir du Tier1 proche de 8-9%. Cette décision a pour impact direct, dès le lendemain, une hausse de 13% des cours des banques françaises. D'autre part le Premier ministre obtient des banques qu'elles s'engagent à augmenter de 3% à 4% par an les encours de crédit pour les particuliers

et les PME (alors que le rythme annuel de la progression des crédits était de +8% ces derniers temps) et débloque une enveloppe de 5 milliards d'euros (financés pour moitié par la CDC et pour moitié par les banques) pour soutenir les collectivités territoriales. L'augmentation des encours de crédit doit éviter que l'économie réelle ne soit victime d'un véritable « credit crunch ». De ce point de vue, les informations sont inquiétantes, en particulier dans le domaine de l'immobilier et par conséquent du bâtiment : les crédits immobiliers ont subi une baisse de 26,3% en valeur au cours du troisième trimestre (contre -11% au premier semestre), et les taux d'intérêt ont régulièrement augmenté pour retrouver leur niveau de début 2002, à un peu plus de 5%. Le soutien des collectivités territoriales est quant à lui d'autant plus nécessaire (sera-t-il d'ailleurs suffisant ?) leur endettement est constitué pour 22% de produits structurés qui comportent forcément une certaine dose de titres toxiques. C'est d'ailleurs également le cas de l'endettement des centres hospitaliers et d'au moins une vingtaine d'organismes HLM.

Le mardi 21, N. Sarkozy, en tant que Président en exercice de l'UE, parle devant le Parlement européen à Strasbourg. Il exprime 4 souhaits au moins : celui de la mise en place d'un gouvernement économique européen digne de ce nom, qui pourrait être joué par un Eurogroupe au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement ; celui de la constitution de fonds souverains nationaux qui pourraient se coordonner en cas de besoin ; celui du soutien à apporter à l'industrie européenne ; et celui d'une lutte efficace contre les paradis fiscaux qui existent au cœur de l'Europe.

En Argentine, les retraites par capitalisation souffrent énormément de la crise financière : le gouvernement envisage de nationaliser les fonds de pension. D'ailleurs les systèmes de retraites par capitalisation sont en crise partout : certains experts estiment que les fonds de pension américains ont perdu à ce jour au moins 1 000 milliards de dollars. Certes, les pertes ne deviennent réelles que s'il y a vente des actifs, et les fonds de pension font des placements de long terme, mais non seulement la crise financière laissera forcément des traces dans les bilans des fonds, de même que dans ceux des banques et des entreprises, mais de plus les fonds ont constamment besoin de liquidités pour servir les pensions actuelles : on doit donc envisager, mise à part la nationalisation quand les fonds sont privés, une augmentation des cotisations (spécialement pour les fonds à prestations définies) et/ou une réduction des pensions (spécialement pour les fonds à cotisations définies) et, de toute façon, un prolongement de la vie professionnelle.

Deux remarques à ce propos :

- *On évoque souvent en France les pertes qu'enregistre à l'occasion de la crise le Fonds de réserve des retraites –le FRR. Mais en réalité, ce fonds est abondé par l'État pour combler le déficit qu'enregistrera le régime général des retraites à l'horizon 2020 : on ne peut pas connaître à l'avance quel sera en définitive le montant de sa capitalisation à ce moment-là (voir notre document sur les systèmes de retraite).*
- *D'un point de vue générationnel, la crise immobilière et boursière touche en priorité ceux qui ont des patrimoines constitués d'immeubles et d'actions, c'est-à-dire les seniors. La crise a ainsi un effet redistributif des seniors vers les plus jeunes. En plus, les doses massives de liquidités et autres plans de sauvetage qui tentent depuis plusieurs mois de donner de l'oxygène au système bancaire et de soutenir l'économie auront nécessairement pour conséquence de relancer l'inflation, qui a elle aussi un effet redistributif à l'encontre des patrimoines des seniors et en faveur des plus jeunes qui s'endettent.*

Après une forte hausse la veille, Wall Street termine la soirée de ce mardi par une chute, suite à la publication d'informations peu encourageantes sur l'état de santé de plusieurs entreprises importantes, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies : le Dow Jones baisse de 2,50% et le Nasdaq de 4,14%.

Le mercredi 22, les Bourses asiatiques et européennes suivent l'évolution de la veille au soir de Wall Street, surtout que la récession se confirme en Europe, que l'on craint de plus en plus ses conséquences sur les résultats des entreprises et que les BRIC sont également touchés par le ralentissement (la croissance prévue de la Chine passe en dessous de 10%) : les Bourses affichent des baisses sensibles (Tokyo perd 6,79%, Paris 5,10% – à 3298 points-, Francfort et Londres 4,46%, et Madrid 8,16%. En soirée, Wall Street baisse aussi énormément : le Dow Jones perd 5,41% et le Nasdaq 4,88% (notons que la Bourse de Buenos Aires plonge de 16,9%).

L'euro est lui aussi en forte baisse (il tombe même à moins de 1,28\$) ; le prix du baril de pétrole aussi, qui est sous les 70\$.

Le jeudi 23, en visite près d'Annecy, N. Sarkozy dévoile un plan ambitieux en faveur de l'investissement et de la compétitivité. Pour le secteur privé, il prévoit de soutenir les entreprises industrielles pour leur éviter

d'être déstabilisées par des opérations prédatrices avec la création prochaine d'un fonds stratégique d'investissement (FSI), une sorte de fonds souverain, qui sera détenu à 51% par la CDC et à 49% directement par l'État (*remarquons à ce propos que la CDC joue déjà depuis longtemps un rôle de fonds souverain puisqu'elle contrôle entre 2,5% et 5% du capital des 25 premières entreprises du CAC 40...*). N. Sarkozy donnera des précisions le 20 novembre : ce « fonds d'investissement stratégique d'intérêt national » sera doté de 20 milliards d'euros dont 6 immédiatement disponibles pour prendre des participations minoritaires dans de grandes entreprises du CAC 40, de façon à les protéger de toute OPA hostile, et pour investir dans des PME à fort potentiel. La création de ce fonds appelle au passage trois remarques : il montre à sa façon un certain retour de la politique industrielle ; il n'est pas un « vrai » fonds souverain dans la mesure où la France est actuellement en déficit extérieur ; son montant est modeste par rapport à ceux des autres fonds souverains.

Le Président Sarkozy prévoit aussi d'exonérer de la taxe professionnelle pour tout investissement nouveau fait en France jusqu'au 1^{er} janvier 2010. De plus, l'Etat devrait injecter sur les trois années qui viennent 175 milliards d'euros d'investissements directs dans l'activité économique, en particulier dans l'économie numérique et les technologies propres.

Par ailleurs, toujours soucieux du comportement des banques en matière d'octroi de crédits, le Président de la République annonce la création d'un « médiateur du crédit » pour suivre, département par département, la manière dont les prêts sont accordés par les banques.

En fin de semaine, le vendredi 24, tout dégringole.

. Les Bourses asiatiques et européennes sont toutes en baisse et parfois très nettement : le CAC 40 clôture sur une baisse de 3,54% après avoir chuté en milieu de journée de plus de 10% en passant sous la barre psychologique des 3 000 points. *Quand on analyse les composantes du CAC 40, on s'aperçoit que, pour une bonne moitié des valeurs, la capitalisation boursière est inférieure aux capitaux propres et pour de nombreuses grandes entreprises la capitalisation boursière est inférieure à la valeur de leur outil de travail : c'est la preuve que l'on est en pleine irrationalité.* À New-York, la cotation du Dow Jones termine sur un recul de 3,59%. Depuis le début de l'année, les différentes places boursières enregistrent des baisses considérables sur leur indice phare : - 36,83% pour le Dow Jones, - 39,86% pour le Footsie, - 43,11% pour le CAC 40, - 46,75% pour le DAX, - 46,97% pour l'Eurostoxx, - 50,03% pour le Nikkei, - 54,63% pour le Hang Seng (à Hong Kong). *Dans son édition du 26-27 octobre, Le Monde estime que depuis le début de l'année les places boursières ont ainsi perdu pratiquement la moitié de leur capitalisation boursière, soit environ 25 000 milliards de dollars, ce qui représente près de deux fois le PIB des États-Unis. D'autres calculs estiment que la perte subie par les valeurs du CAC 40 depuis le début de l'année s'élèvent à plus de 600 milliards d'euros.*

. L'euro commence la journée en descendant jusqu'à 1,2497 \$, son plus bas niveau depuis deux ans, avant de repasser un peu au-dessus de 1,25. La monnaie européenne plonge aussi face à la monnaie japonaise qui est considérée actuellement comme une monnaie refuge ; en effet, face au yen le dollar atteint quant à lui son plus bas niveau depuis 13 ans. Or, l'économie japonaise ne va pas beaucoup mieux que les économies américaine et européenne mais il semble que les banques nippones soient davantage à l'abri des subprimes : les investisseurs appliquent donc le précepte selon lequel « entre deux maux, il faut choisir le moindre ».

. Le prix du baril continue sa décrue : il cote 62\$ à Londres, son plus bas niveau depuis 1 an et demi. Ce qui fait réagir les pays de l'OPEP (40% de l'offre mondiale de pétrole) qui se réunissent d'urgence à Vienne pour décider d'une limitation de leur production.

. Indiquons que ce vendredi se tient à Pékin le 7^{ème} sommet de l'ASEM (Forum Asie-Europe) : la déclaration commune se prononce pour une « réforme réelle et de fond des systèmes internationaux monétaire et financier » et pour que le FMI y joue un « rôle important ».

La dernière semaine du mois d'octobre commence aussi mal que s'est terminée la semaine précédente. Le lundi 27, tout baisse.

D'abord les Bourses. Tokyo retrouve son niveau de 1982. Après être passé sous la barrière des 3 000 points en cours de journée, le CAC perd 3,96%, ce qui lui fait retrouver son niveau d'il y a plus de cinq ans. Quant au Dow Jones, après une journée entière passée à faire du yo-yo et après avoir enregistré de belles hausses, il termine sur une nette baisse de 2,42% : cela prouve que les investisseurs hésitent entre les informations pessimistes sur la récession et les bonnes affaires à faire...

Ensuite, le prix du baril passe sous les 60\$. On peut se demander, si, dans le cas d'une récession mondiale qui s'aggraverait, il ne pourrait pas y avoir un contre-choc pétrolier...

Enfin, l'euro tombe à 1,2328\$, son plus bas niveau depuis 2 ans. *On peut donc se demander si l'évolution de l'euro ne crée pas des difficultés à ceux qui ont spéculé sur la valeur de la monnaie européenne : une crise du marché des changes peut-elle alors s'ajouter au tableau déjà sombre de la période actuelle ?*

Par ailleurs, à l'occasion d'une conférence faite à Madrid, le Président de la BCE considère qu'il est « possible que le Conseil des gouverneurs abaisse une nouvelle fois les taux directeurs lors de sa prochaine réunion, le 6 novembre ». *D'une part, la baisse du prix du pétrole éloigne le risque de tensions inflationnistes et l'augmentation du chômage éloigne celui des effets de second tour, et d'autre part une baisse des taux peut être la bienvenue dans un contexte de récession.*

Le mardi 28, les Bourses reprennent des couleurs : la déclaration de J.-C. Trichet de la veille leur fait en effet nettement anticiper une baisse des taux. Paris termine en gagnant 1,55% (le CAC 40 vaut 3114,92 points), Londres 1,92%, Francfort 11,28%.

La Bourse de New York fait un bond de 10,88% : on annonce la baisse imminente du taux directeur de la Fed. *Cette annonce, jointe à la déclaration de J.-C. Trichet donne de l'espoir aux investisseurs sur les chances de limiter la récession.*

Le mercredi 29, sur la lancée de Wall Street, les Bourses continuent à regagner du terrain : Tokyo + 7,74%, Paris + 9,23% (le CAC 40 monte à 3402,57 points), Londres + 8,05%.

La Fed annonce la baisse de son taux directeur à 1% (qui revient ainsi à son niveau de mi-2004) ainsi que celle de son taux d'escompte à 0,25%. La Banque centrale chinoise baisse également ses taux directeurs ; c'est la 3^{ème} baisse en 6 semaines. L'euro remonte lui aussi : il passe au-dessus de 1,28\$.

Le jeudi 30, D. Strauss-Kahn, Directeur général du FMI, dévoile au journal Le Monde (daté du 31) un plan anti-crises. « Je proposerai ainsi au G20 un plan de nouvelle gouvernance, ou “global regulation strategy”, autour des cinq axes suivants :

- 1/ Mettre au point un prêt nouveau qui permette de soulager les problèmes de liquidités à court terme que rencontrent certaines économies (...)
- 2/ Augmenter les ressources du FMI qui peuvent devenir insuffisantes face à l'ampleur des besoins à moyen terme : c'est ce que propose Gordon Brown.
- 3/ Tirer les leçons des politiques économiques qui ont conduit à ces “bulles” à répétition dont l'écclatement détruit l'économie réelle : c'est la mission qui nous a été confiée, il y a quelques jours, par les 185 pays membres du Fonds.
- 4/ Surveiller la mise en place des nouvelles régulations financières élaborées avec le FMI, par le Forum de stabilité financière, qui regroupe principalement les grandes banques centrales.
- 5/ Aider à repenser un système mondial plus cohérent parce que plus simple, plus efficace parce que plus coordonné. Au-delà de son rôle de pompier et de maçon, le FMI peut avoir aussi, pour un temps, un rôle d'architecte ».

De son côté, N. Sarkozy fait pression sur les banques pour qu'elles ne soient pas frileuses en matière d'octroi de crédit, ce qui accentuerait les risques de récession : il demande au nouveau médiateur du crédit de rendre publics tous les manquements constatés, département par département. Le Président considère qu'avec les aides de l'Etat apportées au secteur financier, il y a un « pacte moral » passé entre la Nation et les banques.

• Novembre 2008 -> le lundi 3, la réunion à Bruxelles de l'Eurogroupe entérine les dépassements de la norme de 3% de déficit budgétaire en fixant comme objectif un retour à l'équilibre d'ici 2010, et admet d'autant plus les plans nationaux, ciblés et sectoriels qu'est écarté un plan de relance généralisé à l'échelle de la zone. La crise révèle donc que l'Europe manque cruellement d'un budget fédéral et d'un gouvernement économique. La crise actuelle pourrait-elle avoir de ce point de vue le même effet que celle de 1929 aux Etats-Unis où le lancement du New Deal s'est traduit par le renforcement du pouvoir central et surtout par la mise en place d'un budget fédéral ? Une relance européenne s'impose d'autant plus que l'économie américaine s'enfonce dans la crise de plus en plus car le moteur de la consommation des ménages américains, qui a fonctionné puissamment dans la croissance mondiale de la période précédente, s'est maintenant arrêté.

La journée du 4 est marquée par la victoire de Barack Obama aux élections présidentielles américaines.

C'est également le mardi 4 qu'une réunion du conseil Ecofin prépare à Bruxelles la réunion des Chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE du vendredi 7 qui doit elle-même préparer la réunion du G20 prévue à

Washington le 15 de ce mois. L'idée principale, défendue par la Présidence française, est de donner au FMI un rôle important dans le renforcement de la régulation financière internationale, ce qui fait craindre à certains, notamment les Anglais, une forme de « surrégulation ».

Le 6, à la suite de plusieurs banques centrales la semaine précédente, la BCE et la BoE baissent leurs taux directeurs : la première d'un demi-point, la seconde d'un point et demi !

Il y a des lendemains qui ne chantent guère : beaucoup d'informations négatives jalonnent en effet cette journée. La ministre française de l'économie révisé sérieusement à la baisse les prévisions de croissance pour 2009 (entre 0,2 et 0,5%) et même pour 2010 (pas plus de 2%). Les Bourses asiatiques et européennes sont en forte baisse, suite à la baisse du Dow Jones la veille de 5,05% : Tokyo perd 6,53%, Séoul 7,56% ; Hongkong 7,08% ; le CAC 40 chute de 6,38%, le Footsie de 5,7% et le DAX de 6,84%. Ces baisses sont à la fois la conséquence technique des prises de bénéfices réalisées le lendemain de la victoire de B. Obama et de la persistance des inquiétudes des marchés sur les perspectives économiques, surtout que le FMI vient de faire des prévisions très pessimistes pour 2009. De plus, l'euro recule par rapport au dollar et par rapport au yen. Le prix du baril baisse aussi (le Brent est à moins de 58\$ à Londres).

Le vendredi 7, l'ensemble des Chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE réunis à Bruxelles donne à N. Sarkozy en tant que Président de l'UE un mandat informel pour la réunion du G20. Ce mandat comporte plusieurs points : le renforcement du rôle de gendarme du FMI (lequel joue déjà ce rôle auprès des pays qui l'appellent à leur secours en leur imposant une stratégie très orthodoxe, en mettant à l'octroi de ses prêts des « conditionnalités », d'où le titre d'un article du journal Le Monde – du 13 novembre- : « Le “méchant” FMI est-il de retour ? »), la régulation des agences de notation, la révision des normes comptables, la surveillance des institutions financières de toutes les sortes et de partout, la réduction des prises de risque et la coordination des régulateurs nationaux. Cette réunion est également le théâtre de négociations sur la question de savoir quels sont les Européens qui seront présents à la réunion du G20, même si l'importance de cette réunion est relativisée par le fait que B. Obama, le Président élu aux Etats-Unis, sera absent (ce qui explique d'ailleurs que les Européens souhaitent qu'un nouveau sommet se tienne dans une centaine de jours en sa présence).

Le 9, la Chine, dont le taux annuel de croissance est passé en un de près de 12% à 9%, et qui considère qu'un taux minimal de 7% est nécessaire pour assurer la stabilité politique, décide d'adopter une politique budgétaire active (injection sur deux ans de 455 milliards d'euros) et de relâcher modérément sa politique monétaire (il y a eu trois réductions des taux directeurs en trois semaines).

Le 12, le Secrétaire au Trésor américain annonce un changement radical dans la mise en œuvre du plan de sauvetage de 700 milliards de dollars qu'il avait annoncé le 20 septembre. Ce plan, qui devait être essentiellement utilisé pour racheter aux banques leurs titres pourris, servira en définitive à leur injecter directement des liquidités par achat d'actions préférentielles, comme cela a été fait au Royaume-Uni.

La semaine boursière du lundi 10 au vendredi 14 se caractérise pratiquement partout par des chutes, que suscitent les différentes mauvaises nouvelles sur la crise et les perspectives sombres qu'elles font deviner : le Dow Jones perd 4,99%, le CAC 40 5,12%, le Footsie 3,02%, le DAX 4,62 et le Nikkei 1,41%.

Le 15, réunion du G20 à Washington (en fait on en compte 26 : en plus de 21 pays représentés, il y a le président de la commission européenne et les dirigeants de l'ONU, de la Banque mondiale, du FMI et du Forum de stabilité financière). Cette réunion, pourtant en l'absence de B. Obama, le président récemment élu des Etats-Unis, est un tournant important pour l'économie mondiale, ce qui explique d'ailleurs qu'on l'appelle d'ores et déjà « un nouveau Bretton Woods. D'abord, parce que le G20 s'est substitué au G7, ce qui prouve que la réponse à la crise mondiale se veut être elle-même mondiale. Ensuite, parce que tous les pays déclarent être « déterminés à renforcer leur coopération et à travailler ensemble pour restaurer la croissance mondiale et réaliser les réformes nécessaires dans les systèmes financiers du monde ». Ils souhaitent une nouvelle régulation. Certes, ils reconnaissent que celle-ci est avant tout du domaine des régulateurs nationaux mais ils affirment aussi qu'il « est indispensable d'intensifier la coopération internationale entre régulateurs et de renforcer les normes internationales où cela est nécessaire ». L'Allemagne est sollicitée pour participer activement au plan de relance de l'économie mondiale mais son gouvernement, pris par des contraintes électorales, défend une position de grande orthodoxie budgétaire.

Les 19 et 20, réunion à Bruxelles des ministres de l'agriculture pour la réforme de la PAC. Dans un contexte peu favorable de chute des cours agricoles, deux conceptions s'affrontent. Celle des pays « les

moins agricoles » en faveur des lois du marché et celle des pays « les plus agricoles », comme la France, en faveur du soutien à la production.

La semaine boursière du 17 au 21 enregistre elle aussi des baisses partout à cause de la peur de la déflation, voire de la dépression, et à cause de la crise dans le secteur de l'automobile ; mais ces baisses masquent en réalité une volatilité rarement atteinte. Le CAC 40 baisse de 12,46% en repassant sous la barre des 3000 points et le Dow Jones de 5,31% après un fort rebond le vendredi. Il convient aussi de remarquer que ces baisses sont générales puisqu'elles concernent non seulement les marchés actions mais aussi les produits énergétiques et l'or. Mais ces baisses n'atteignent pas les marchés des dettes souveraines, au contraire. Les obligations d'État et les bons du Trésor apparaissent de plus en plus comme des valeurs refuges pour les investisseurs : leur demande progresse et, mécaniquement, leur rendement faiblit, ce qui fait bien l'affaire des États...

Le 23, le gouvernement américain se porte de toute urgence au secours de Citigroup (ancien numéro mondial de la finance, cette banque géante compte 200 millions de clients...) en injectant 306 milliards de dollars pour garantir des actifs risqués, en particulier immobiliers, et 20 milliards de dollars de recapitalisation, qui s'ajoutent à un montant fourni antérieurement de 25 milliards. C'est la première fois que le gouvernement américain vient ainsi au secours d'une banque universelle puisque les établissements jusqu'ici secourus ont été des banques d'affaires, des établissements de crédit hypothécaire et des assureurs. La débâcle de Citigroup (chute de 86,50% du cours de son action depuis le 1^{er} janvier) montre que la crise n'a pas fini de laminer les banques. Et c'est partout. En France, la capitalisation boursière de la Société générale a perdu depuis le début de cette année 69,87%, celle du Crédit Agricole 65,49% et celle de BNP-Paribas 49,08%. Comme l'écrit N. Baverez dans Le Monde du 26 novembre 2008, « Les banques furent à l'origine de la bulle spéculative qui s'est constituée autour du crédit, puis le vecteur de la violente contraction de la liquidité, qui menace de se transformer en déflation. (...) Elles constituent le lien entre le krach immobilier, l'effondrement du crédit et la chute des marchés financiers. (...) Les banques demeurent le banc d'essai de la mondialisation. Du fait de leurs caractéristiques, elles ont la nature d'un bien public qui génère des gains de productivité considérables pour l'économie en cas de bon fonctionnement, et des destructions majeures en cas de dysfonctionnement ». Par ailleurs, l'action de Citigroup vaut actuellement environ 4 dollars. Or, les gestionnaires de fonds sont souvent légalement tenus de revendre les actions dont le cours tombe en dessous de 5 dollars : comme ce type de situation se répète fréquemment en ce moment, on peut s'attendre à une aggravation de la chute des cours boursiers.

Le 24, B. Obama tient une conférence de presse, entouré de toute son équipe d'experts économiques (P. Volcker, qui sera nommé le 26 à la tête des conseillers économiques) est cependant absent) : il annonce que son gouvernement, une fois en place fera un plan de relance avec « hardiesse et célérité ». Il informe aussi que c'est Timothy Geithner, l'actuel gouverneur de la Fed de New-York qui occupera le poste de Secrétaire d'État au Trésor.

Dès cette annonce, jointe à celle des plans anglais et européens, les Bourses réagissent par de fortes hausses : le CAC 40 connaît sa deuxième plus forte hausse historique, + 10,09%, le Footsie + 9,84%, le DAX + 10,34% et le Dow Jones + 4,93%. Mais le mardi, aussitôt, la fièvre boursière retombe...

Le 25, le secrétaire d'État au Trésor américain modifie une nouvelle fois sa stratégie. Après avoir changé l'objet de son plan de 700 milliards de dollars, prévu initialement pour reprendre aux banques leurs titres pourris et finalement consacré à leur recapitalisation, il revient à son idée initiale en annonçant 800 autres milliards de dollars, financés par la Fed et donc la planche à billets, pour consolider à nouveau Fannie Mac et Freddie Mac (600 Mds) et pour soutenir le crédit à la consommation et à l'investissement (200 Mds).

Le financement monétaire que réalise la Fed est la première grande manifestation d'un assouplissement considérable de sa politique monétaire. C'est la première étape d'un Quantitative Easing (QE) qui en connaîtra deux autres par la suite, d'où le nom de QE1 donné à celui-ci ; le QE2 aura lieu en novembre 2010 et le QE3 en septembre 2012. Les QE font partie, avec la « forward guidance », des mesures non conventionnelles de politique monétaire (voir plus loin le paragraphe qui leur est consacré).

Le 26, la Commission européenne propose, en prévision du sommet européen des 11 et 12 décembre, un plan de relance économique à l'échelle de l'Union européenne de 130 milliards d'euros, ce qui représente 1,5% du PIB européen. Mais seulement 30 milliards (0,3% du PIB) concerneraient le budget communautaire, le reste revenant aux États membres, et la commission accepte pour cela que les États

renoncent temporairement aux critères du PSC. Ce plan mêle des mesures de politique d'accroissement des dépenses publiques et de réduction des impôts, en particulier de la TVA pour stimuler la consommation.

La proposition de la Commission soulève des questions et suscite des critiques avant même la réunion du sommet européen. D'abord, il semble plus important de parler qualitativement des objectifs et de la coordination des actions que quantitativement de l'enveloppe. Ensuite il ne sera pas facile de trancher la question de la répartition des efforts : l'Allemagne ne veut pas qu'une forte relance de sa part puisse inciter les autres au comportement de passager clandestin et les pays de l'Europe centrale ne souhaitent pas accumuler des déficits qui les éloigneraient des critères de Maastricht à un moment où ils souhaitent au contraire accélérer leur adhésion à l'euro. Enfin, il ne faudrait pas que ces plans de relance soient mis au service de politiques de l'offre alors que la situation impose un soutien de la demande globale. En effet, toutes les composantes de la demande globale sont orientées à la baisse : les ménages diminuent certaines de leurs dépenses et en reportent d'autres sine die (Keynes avait insisté sur l'effet multiplicateur négatif de la baisse de la consommation de biens durables, argument repris récemment par Peter Temin, économiste au MIT), les entreprises ont peur d'investir et les exportations subissent les effets de la récession mondiale. C'est une action de relance de type keynésien qui est nécessaire et les États ne doivent pas hésiter à jouer le rôle d'acheteur en dernier ressort. Comme l'écrit N. Baverez dans sa chronique, dans Le Monde du 17/12/2008, « L'effondrement simultané du crédit, de l'immobilier et des marchés financiers débouche sur une configuration typiquement keynésienne. L'économie mondiale se trouve enfermée dans une situation de trappe à liquidités, où l'injection de fonds et la baisse des taux d'intérêt se révèlent impuissantes à relancer l'activité. Le blocage de la demande crée une spirale déflationniste qui installe un chômage permanent. Face à la paralysie des entreprises et des ménages qui, tétanisés par la peur de l'avenir, ne veulent ou ne peuvent plus investir ou consommer, seul l'État dispose de la capacité d'emprunter et de dépenser ».

Les autorités françaises prévoient de leur côté un plan de relance d'une ampleur équivalant à environ 1% du PIB (19 milliards d'euros), avec pour principal objectif de soutenir les secteurs de l'automobile et du bâtiment. Il est envisagé notamment des baisses sectorielles de la TVA.

Le 27, l'indice de confiance des chefs d'entreprises et des consommateurs que publie régulièrement la Commission européenne est au plus bas depuis sa création en 1983. Dans la seule zone euro, il atteint son plus bas niveau depuis 1993.

Le 28, la semaine se termine sur une baisse de l'euro en dessous de 1,27 dollar, essentiellement parce que les cambistes spéculent sur l'ampleur de la baisse des taux directeurs de la BCE qu'ils anticipent pour la semaine prochaine, à cause des mauvaises performances macroéconomiques de la zone euro et du tassement de l'inflation (2,1% en novembre). Par contre, les Bourses terminent cette semaine, et donc le mois de novembre, en enregistrant des hausses, mais modestes.

• Décembre 2008 ->

Le jeudi 4 connaît deux informations importantes.

La première est le détail du plan de relance français qu'annonce à Douai le Président Sarkozy. Le coût de ce plan est de 26 milliards d'euros, soit 1,3% du PIB. Les mesures sont essentiellement de quatre sortes. Les mesures de la première catégorie soutiennent les deux secteurs économiques les plus touchés par la crise : le marché de l'automobile (la prime à la casse passe de 300 à 1000 euros) et le marché immobilier (doublement du prêt à taux 0). Celles de la deuxième soutiennent les ménages et l'emploi (prime de 200€ aux bénéficiaires de minima sociaux, exonérations de charges sociales). Les mesures de la troisième sorte soutiennent les entreprises (l'Etat va raccourcir ses délais de paiement et effectuer des remboursements anticipés de dettes). Enfin, celles de la quatrième, très importantes, visent des investissements publics dans les infrastructures, les universités et la recherche.

Étant donné la faiblesse de l'investissement privé, son manque d'élasticité par rapport au taux d'intérêt, sa responsabilité dans la cyclicité de la conjoncture et sa trop grande sensibilité aux effets d'aubaine lorsque des aides lui sont apportées, il est logique de miser plutôt sur l'investissement public, surtout que non seulement celui-ci a un effet multiplicateur sur l'activité mais qu'il permet aussi de compenser les conséquences sociales de la crise.

En comparant les plans de relance mis en œuvre par les gouvernements en Europe, on se rend compte d'une part qu'ils sont très différents d'un pays à l'autre (Voir Le Monde du 5/12/2008, p. 9) et d'autre part que ils sont globalement en deçà de ce que souhaite la commission européenne.

La seconde information concerne le net desserrement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre et de la BCE. Le principal taux directeur de la BoE baisse d'un point à 2% et celui de la BCE baisse de 0,75 point à 2,50% (le taux de la facilité de prêt marginal - marginal lending facility- passe à 3% et celui de la facilité de dépôt - deposit facility- à 2%). Cette baisse des taux de la BCE est historique puisque c'est la première fois qu'elle les baisse autant en une seule fois.

Il n'empêche que des observateurs estiment que cela ne suffit pas puisque nous sommes confrontés à un risque imminent de déflation. Ils vont donc dans le même sens que ceux qui déplorent depuis plusieurs années un manque de réactivité de la part de la BCE : selon eux, celle-ci n'irait jamais ni assez loin ni surtout assez vite. Il faut néanmoins savoir qu'il y a deux types de déflation. La déflation la plus dangereuse est celle que le Japon a connue : elle se reconnaît par une baisse à la fois des prix intérieurs, de l'activité et des revenus. L'autre forme de déflation est moins préoccupante. C'est celle que nous avons pour l'instant : la baisse des prix est essentiellement d'origine exogène (pétrole et produits de haute technologie), ce qui soutient en définitive le pouvoir d'achat.

Malgré les annonces des baisses de taux et des plans de relance, et à cause de la détérioration de la situation économique et des perspectives d'aggravation, les Bourses sont toutes orientées nettement à la baisse, ce qui confirme une volatilité extrême après les hausses de fin novembre. Cette volatilité est confirmée par les évolutions de la deuxième semaine du mois : après avoir perdu 8,12% la première semaine, le CAC 40 enregistre une hausse de 7,55% lors de la deuxième, en particulier grâce au rebond du lundi 8 faisant suite aux annonces de B. Obama en faveur d'investissements importants dans le domaine des infrastructures.

Le jeudi 11, Bernard Madoff est arrêté et inculqué pour une fraude boursière de type « Ponzi » appelée aussi système de la pyramide où les investisseurs déjà là sont rémunérés par les fonds qu'apportent les nouveaux (le jeudi 8 janvier, la SEC et la CFTC révéleront deux autres escroqueries pyramidales). L'escroquerie de Madoff est estimée à 50 milliards de dollars (les deux autres sont évaluées à 50 et à 17 millions de dollars), ce qui est un record absolu en matière de spéculation frauduleuse ; elle met sérieusement en cause la SEC, le gendarme de la Bourse de New York. B. Madoff est un ancien président du Nasdaq ; il a fondé sa société de gestion en 1960 et gérait aussi un fonds spéculatif. De nombreux établissements financiers européens, y compris français, semblent touchés par la fraude : HSBC pour 1 milliard de dollars, Santander, la 2^{ème} banque européenne par la capitalisation boursière, à hauteur de 2,33 milliards d'euros, Natixis à hauteur de 450 millions, BNP-Paribas pour 350 millions, etc. Selon l'AMF, les épargnants français qui ont fait des placements dans des OPCVM pourraient perdre environ 500 millions d'euros, mais cela ne concernerait le « grand public » que pour 8%, soit 40 millions.

Le mardi 16, la Fed baisse encore son taux directeur, qui atteint son plus bas historique : il doit évoluer dans la fourchette 0% - 0,25%. Autant dire que le coût du refinancement des banques est nul. La réaction immédiate est une poussée de l'euro par rapport au dollar, puisque le différentiel de taux de part et d'autre de l'Atlantique se creuse, surtout que d'une part la Fed annonce que sa stratégie de taux très bas peut durer un certain temps et que le Président de la BCE a déclaré la veille qu'il y aurait vraisemblablement une pause dans la baisse du taux directeur de la BCE pour attendre les effets des baisses précédentes. Le mercredi 17, l'euro connaît sa hausse la plus forte sur une journée (il cote jusqu'à 1,4437\$). Le dollar connaît non seulement sa plus forte baisse historique par rapport à l'euro mais tombe à son plus bas niveau par rapport au yen depuis 13 ans. Cette évolution annoncerait-elle une crise de change qui viendrait compléter le tableau protéiforme de la crise actuelle ? *On peut même être étonné que le dollar n'ait pas été davantage contesté depuis le début de la crise, étant donné la permanence et même l'aggravation des déficits jumeaux du fait de la multiplication des plans de relance tous azimuts. Sur ce sujet, il y a une explication et une question. L'explication concerne le fait que le dollar n'ait pas été trop bousculé depuis le début de la crise : d'une part, la crise a obligé les investisseurs qui s'étaient très endettés à solder leurs positions sur les marchés internationaux, d'où le soutien du dollar et même son appréciation, et d'autre part la sécurité que présentait aux yeux en particulier du gouvernement chinois les placements en bons du Trésor américain. La question est de savoir si la chute actuelle du dollar est seulement momentanée ou si elle marque le début d'une crise de change. Plusieurs signes négatifs s'accumulent : une rémunération nulle du dollar, des informations très préoccupantes sur la situation et sur les perspectives économiques et sociales américaines, le fait que les crises de l'immobilier et du crédit se prolongent, des déficits publics qui vont encore augmenter, une politique monétaire qui grossit dangereusement le volume des liquidités, le scandale Madoff qui accroît le climat de défiance, et la possibilité que les Chinois décident de ne plus financer l'économie américaine. On doit noter au passage que la situation du Royaume-Uni est encore plus inquiétante de celle des États-Unis : la récession, la forte baisse des taux directeurs, les difficultés de la City et l'aggravation des déficits et dette publics expliquent la chute brutale que connaît actuellement la livre sterling, dont le taux de change est pratiquement à parité avec l'euro (la monnaie anglaise a perdu 25% au cours de l'année 2008). Et la grande différence avec les États-Unis est que la livre n'a pas le statut international dont bénéficie le dollar...*

Le 18 décembre est annoncé en Allemagne le plus mauvais score (82,6) du baromètre du climat des affaires depuis son calcul pour l'Allemagne réunifiée en 1991. C'est le 7^{ème} recul consécutif de cet indicateur de confiance. Le moral des industriels français connaît lui aussi un net fléchissement : l'indicateur atteint 73 en

décembre contre 79 en novembre, qui était déjà un plus bas depuis septembre 1993... Le moral des patrons italiens est également au plus bas : pour le 7^{ème} mois consécutif, l'indice continue à baisser pour tomber à niveau jamais atteint depuis le début de 1991.

Malgré la décision récente de l'OPEP de réduire sa production, le prix du baril continue à baisser : le « light sweet crude » pour livraison en janvier passe sous les 36\$, son plus bas depuis juin 2004 (il terminera l'année à un peu plus de 38\$).

Le 19 décembre, la Banque centrale du Japon (BoJ) abaisse son taux directeur à 0,1% contre 0,3% auparavant. Ainsi, la BoJ revient pratiquement à sa politique de taux 0 qu'elle a menée entre 2001 et 2006.

Le Président Bush annonce un plan de sauvetage pour deux des « Big Three » de l'industrie automobile, GM et Chrysler, en prenant 13,4 milliards de dollars dans le « fonds Paulson », pour permettre à ces deux entreprises de redevenir financièrement viables d'ici le 31 mars 2009.

Les 22 et 23 décembre, réunion à Rio de Janeiro entre le Président Sarkozy et le Président du Brésil, Luiz Inacio Lula da Silva, en présence de José Manuel Baroso, le Président de la Commission européenne : entre autres sujets abordés, la négociation d'un accord entre l'UE et le Mercosur est envisagée.

L'année 2008 qui se termine est pour les places boursières la plus mauvaise depuis fort longtemps : sur l'année, la baisse du CAC 40 est 42,68%, ce qui est la plus forte depuis la création de l'indice (les profits des entreprises du CAC 40 ont baissé de 39% en 2008), celle du Dow Jones est de 33,84%, score jamais vu depuis 1931. Le Dax 30 a baissé de 40,37%, le Footsie de 31,33%, le Nikkei de 42,12% et le Hang Sen (Hong-Kong) de 48,3%. Certaines bourses ont connu des chutes vertigineuses : Reykjavik – 94,43%, Moscou – 67,20%, Shanghai – 65,39%. Ce sont les valeurs financières et bancaires, et celles des matières premières et de l'automobile qui sont le plus affectées, ce qui redistribue profondément les cartes au sein de chaque indice et en recompose totalement la hiérarchie. Globalement, environ 25 000 milliards de dollars se sont ainsi volatilisés en une année, ce qui représente 40% du PIB mondial.

Sur le plan des changes, le taux euro-dollar se situe en fin d'année entre 1,38 et 1,39. Selon une étude de Greenwich Associates, le volume des transactions sur le marché des changes a progressé en 2008 de 15% contre 30% pour chacune des deux années précédentes ; le volume généré par les fonds d'investissement spéculatifs, qui représentait en 2007 20% du total a diminué en 2008 de 28% alors qu'il avait augmenté de 180% en 2007. Dans son bulletin mensuel de décembre 2008, la BCE note : « les conditions sur les marchés de change se sont sensiblement modifiées au cours des trois derniers mois dans un contexte de volatilité considérable, liée aux turbulences financières actuelles. Après un premier semestre durant lequel le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié, celui-ci a commencé à s'affaiblir en août. Les pressions à la baisse se sont intensifiées en octobre, reflétant largement une réévaluation de la situation économique de la zone euro par rapport aux autres zones économiques. La dépréciation de l'euro s'est également accompagnée d'une hausse historique de la volatilité de son cours à terme dans un contexte de forte aversion au risque ».

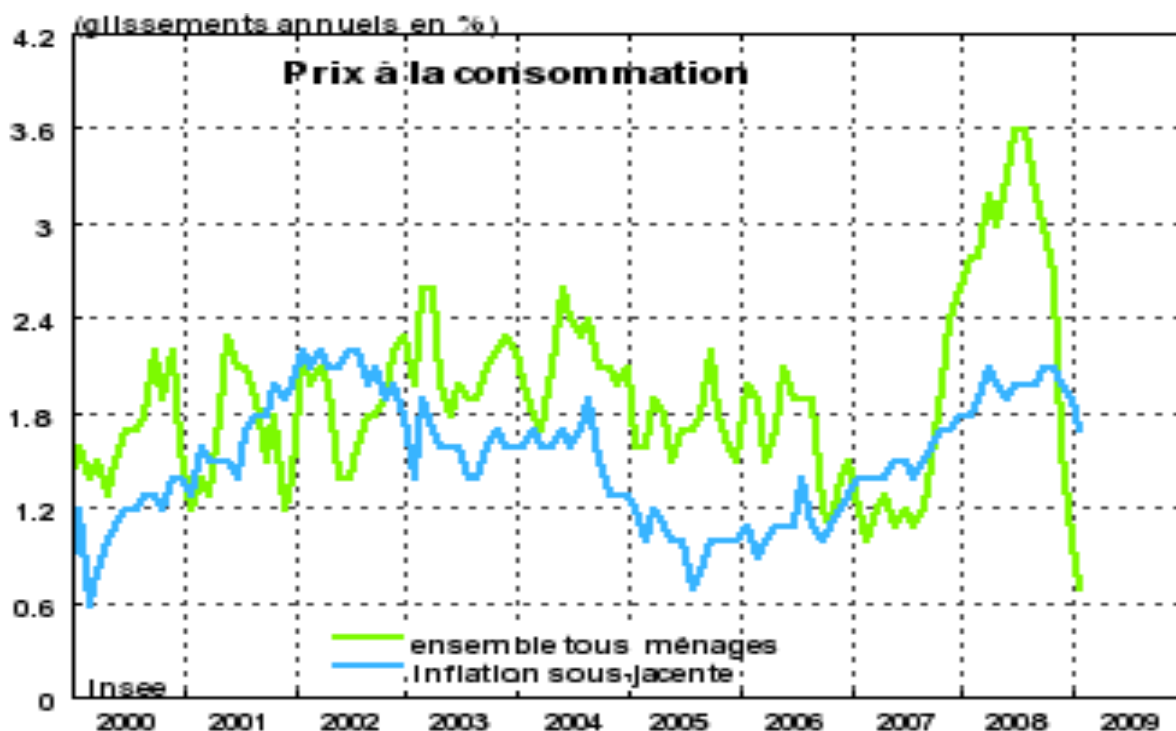
Pour la zone euro, l'année 2008 est également très mauvaise en ce qui concerne les résultats de son commerce extérieur : elle enregistre un déficit de 32,1 milliards d'euros, ce qui est un plus bas historique. Il en est de même pour toute l'UE avec un déficit de 241,3 milliards d'euros.

La production industrielle enregistre pour 2008 une baisse de 12%, ce qui est sa plus forte diminution depuis l'ouverture de la zone euro. Globalement, le PIB de la zone euro n'a cru que de 0,7% en 2008 (même score pour la France) et celui de l'UE 27 de 0,9%.

Notons enfin que les IDE ont chuté en 2008 par rapport à 2007 pour l'UE à 27 : les flux entrants ont chuté de 57% et les flux sortants de 28%.

Les résultats économiques de 2008 sont mauvais partout. C'est ainsi que le Japon, la deuxième économie mondiale, enregistre au 4^{ème} trimestre un recul de la croissance jamais enregistré depuis 35 ans (-12,7% en rythme annuel), essentiellement à cause de l'effondrement de ses exportations, et une décroissance pour l'année de 0,7%, le plus mauvais résultat annuel depuis 10 ans.

Le seul domaine où l'année 2008 enregistre des résultats relativement satisfaisants est celui de la hausse des prix.



Source : INSEE

Ce graphique montre très clairement que le taux d'inflation a beaucoup diminué au cours de 2008 ; mais aussi que le taux d'inflation sous-jacente a connu une évolution beaucoup moins nette. Cela signifie que le fort ralentissement de l'inflation est essentiellement dû à l'évolution des prix des matières premières, énergétiques en particulier, et des prix des produits frais. Le mouvement de baisse qui se poursuivra les mois suivants sera le résultat de la diffusion de la baisse des prix des matières premières au secteur de la production puis à celui de la consommation, et de la pression à la baisse des prix causée par le ralentissement de plus en plus prononcé de l'activité. Cela étant, on peut s'attendre à une évolution en U du niveau général des prix dans la mesure où d'une part la reprise future relancera la hausse des prix des matières premières et où d'autre part il faudra bien résorber les volumes importants de liquidités déversées pour lutter contre la crise.

On pourrait croire que le dixième anniversaire du lancement de l'euro arrive au plus mauvais moment puisqu'on le fête en pleine crise des subprimes. En réalité, comme le rappelle P.-A. Delhommais (*Le Monde* du 14 décembre 2008), « l'économiste américain et Prix Nobel Milton Friedman affirmait que l'on pourrait juger de la réussite de l'euro seulement le jour où les pays de l'Union monétaire entreraient en récession. On y est (...) La monnaie unique va-t-elle passer avec succès le "krach-test" des subprimes ? ». Et le chroniqueur du quotidien montre que les études tentant de répondre à cette question proposent des réponses opposées. Il cite en particulier deux analyses publiées en novembre 2008, que l'on peut trouver sur le site de « Project Syndicate ». Il y a celle, assez pessimiste et critique, de Martin Feldstein, : le professeur à Harvard considère que les écarts importants de taux d'intérêt sur les dettes souveraines entre plusieurs États de la zone euro sont un signe inquiétant de la défiance des marchés et il estime que les carcans que constituent une politique monétaire unique et un PSC trop contraignant pourraient expliquer que des pays décident de quitter l'UEM. On peut ajouter l'absence de véritable gouvernement économique européen et l'accumulation de tensions entre les États membres, notamment au sein du couple franco-allemand. Christian Saint-Etienne fait paraître son dernier livre sous le titre « La fin de l'euro » : il y développe tous les arguments qui l'amènent à considérer que l'implosion de la zone euro est une hypothèse forte (non seulement la zone euro n'est pas optimale mais, plus grave, l'Europe souffre d'un important déficit politique et d'une absence cruelle de gouvernement économique dont l'Allemagne serait responsable). Il y a de l'autre côté l'analyse, plutôt optimiste et réconfortante, de Barry Eichengreen : le professeur à Berkeley approuve le comportement adopté par la BCE au cours de la crise, ce qui a accru sa crédibilité, et il pense que l'euro sortira renforcé de l'épreuve actuelle. Il est de fait que les pays européens qui n'ont pas adopté l'euro souffrent davantage et que beaucoup d'entre eux font le maximum pour en faire leur monnaie. De manière générale, les « petites » monnaies ont du mal à résister dans la mesure où elles sont considérées comme des monnaies à risques ; l'euro bénéficie au contraire de la grande dimension de sa zone d'influence.

Concernant la solidité de la zone euro, nous interprétons dans le tableau ci-dessous certains des arguments que développera François Rachline dans un article publié dans *Le Monde* du 17 mars 2010 :

Événements qui ont bousculé l'Europe

Réponses de l'Europe et progrès corrélatifs de la construction européenne.

1971-1973 : implosion du système de Bretton Woods	1974 : mise en place de l'ECU et du serpent monétaire européen	Autrement dit, les crises que l'économie européenne a connues ont été souvent l'occasion de prises de conscience
1975-1978 : fin des trente glorieuses et divergences des politiques économiques pour y répondre	1979 : naissance du SME	
1989-1995 : bouleversements politiques (chute du mur de Berlin, ...)	1999 : lancement de l'euro et de la zone euro	
2007-2010 : crise des subprimes et crise des finances publiques des PIGS	2010-2011 : développement de la gouvernance européenne, d'un pouvoir européen de régulation ???	

qui ont débouché sur des décisions donnant un élan supplémentaire à la construction européenne. Il est donc permis d'espérer que la crise actuelle des subprimes oblige la zone euro de se doter d'un gouvernement économique qui lui fait tant défaut.