

# Pierre Dockès

Les causes sous-jacentes de la crise :  
répartition, sous-consommation,  
suraccumulation...

# Introduction

## **Quel diagnostic sur la crise du XXI<sup>e</sup> siècle ?**

Est-ce une crise « classique » ou une « grande crise » ?

Des « grandes crises » comme 1848, 1873 ou 1882, 1929, 1972 ... des crises de changement de « paradigme productif » en relation avec les cycles longs.

La crise de 1929 : typiquement une « grande crise », mais aussi une « catastrophe » dont les enchaînements ne peuvent revenir, sauf successions de fautes.

La crise actuelle :

Non pas une simple crise de croissance, mais une crise du régime de croissance.

*Une crise mondiale, mais avec de très fortes spécificités régionales qui interagissent.*

## **Quels en sont les facteurs principaux ?**

La crise financière joue le premier rôle, elle est d'abord *américaine*.

Mais pour comprendre le caractère non viable du régime économique, il faut repérer ses liens avec l'économie « réelle » :

Une « crise keynésienne » (ou de réalisation) cachée par l'endettement : *USA, Europe, Japon*.

Une crise de suraccumulation du capital particulièrement due à la *Chine* qui exporte ses conséquences.

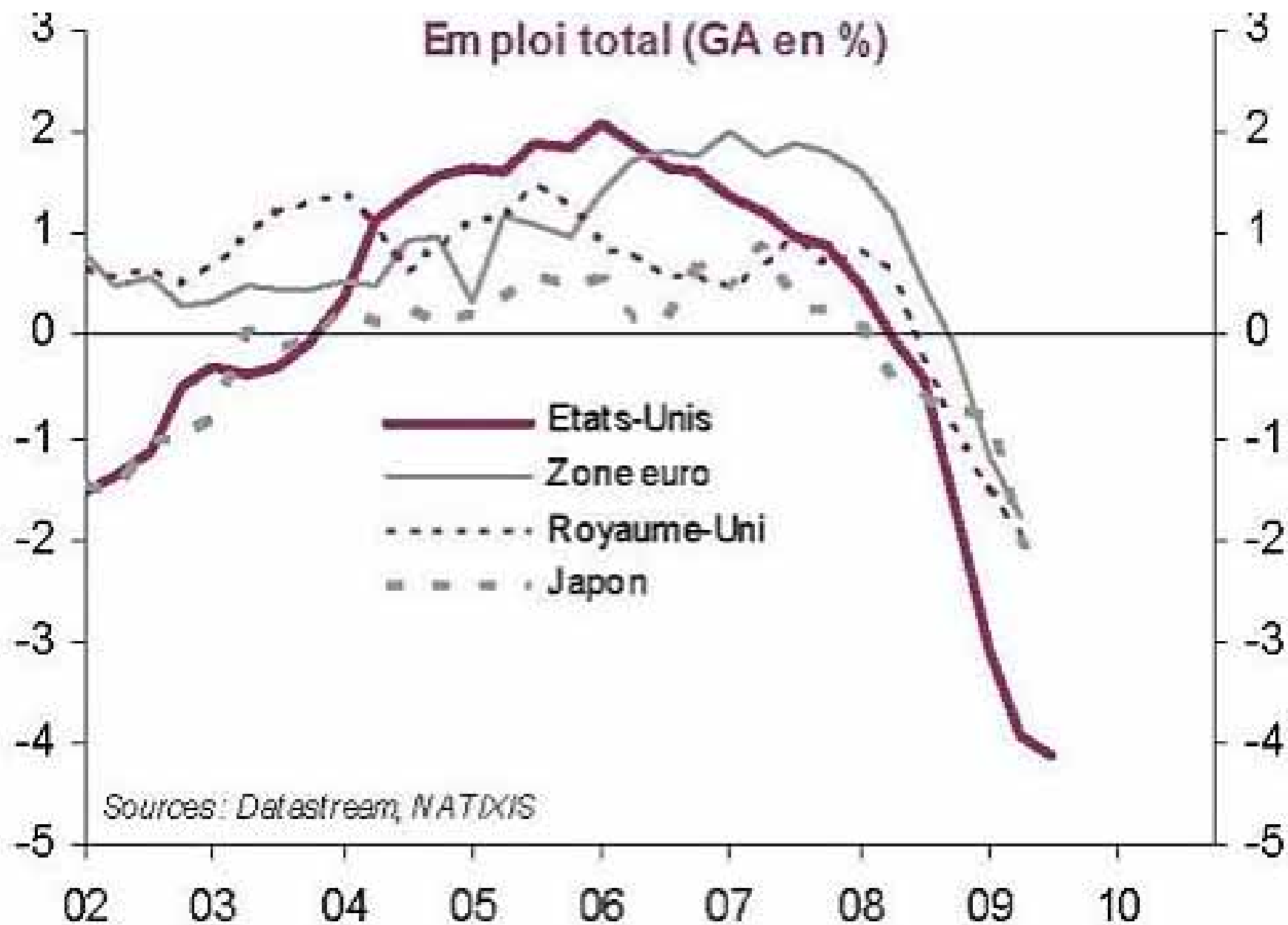
## **Où en est-on aujourd'hui ? Reprise, stagnation ou rechute ?**

# Le cycle, la crise

Croissance du PIB (volume, GA en %)



## Em ploi total (GA en %)



Sources: Datastream, NATIXIS

# I. Une crise financière « classique », mais exacerbée

## A. Le développement de la crise financière aux USA : 2007-2009

1. ***Crise immobilière et financière aux Etats-Unis*** (dès 2006) : Le problème des « subprimes » titrisées (« originate and distribute »), comme lieu du déclenchement et comme catalyseur, et de l'effet de levier immobilier qui a induit une bulle. Montée des défaillances immobilières.

### 2. **La crise de liquidité bancaire**

Perte de confiance dans les véhicules porteurs des titres regroupant les créances toxiques.

*Crise de liquidité sur le marché interbancaire* (été 2007) : méfiance dans la liquidité des "collatéraux" et incertitude sur la localisation des titres contaminés. Hausse des taux et course au « cash ». *Run* à Northern Rock en septembre 2007, nationalisations. Les BC inondent de liquidités les marchés.

### 3. **Crise boursière et de solvabilité**

Le décrochement boursier (été 2007- janv. 2008) induit une dévalorisation des actifs. Crise de solvabilité bancaire et déflation de bilan, brutal dénouement des effets de levier (désendettement) en leviers inversés (*deleverage*).

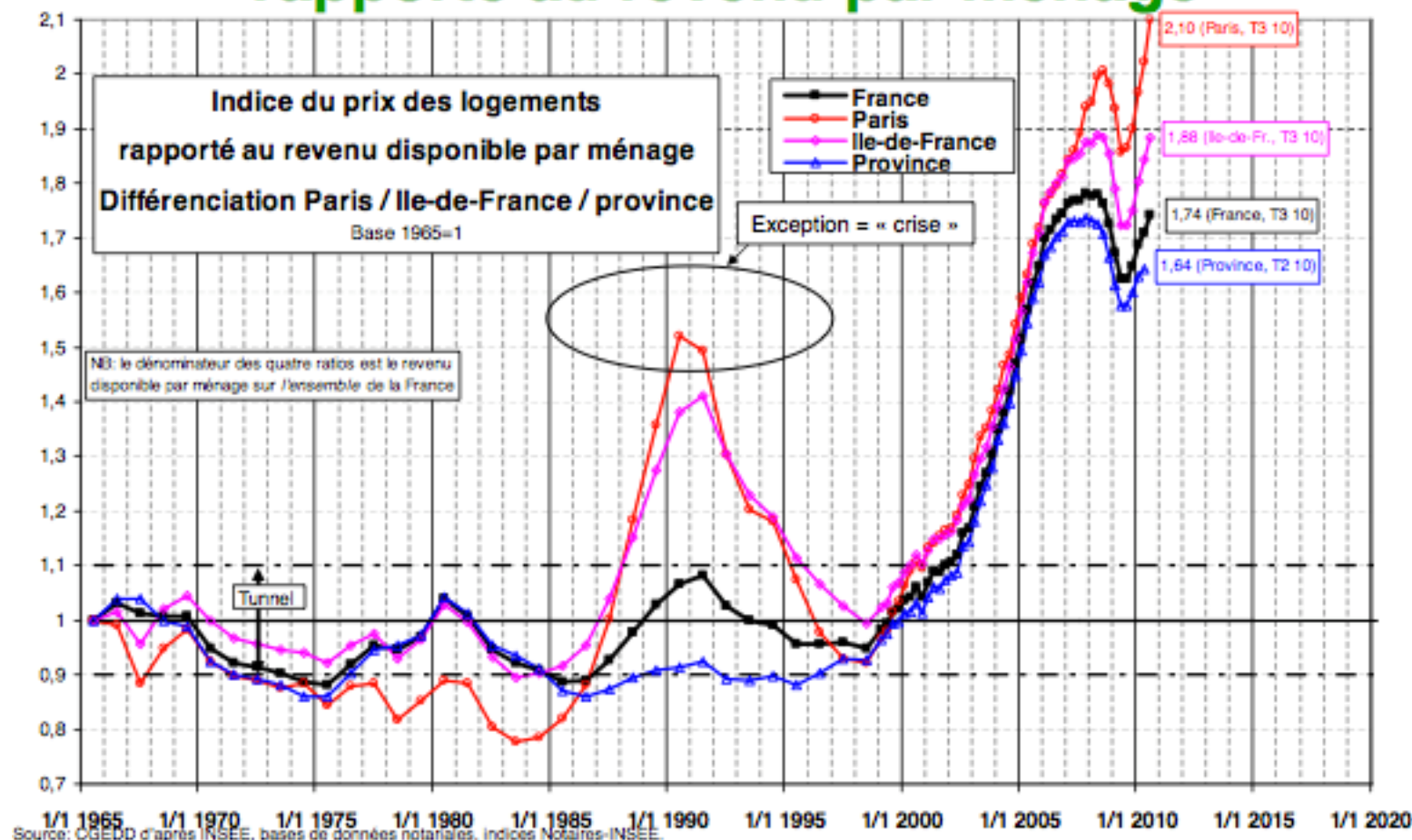
4. **L'effondrement : faillite de Lehman Brothers** (15 septembre 2008). Une erreur ?

Effondrement des bourses mondiales : perte de 10 000 milliards \$ sur les marchés actions mondiaux en octobre 2008.

### 5. **Risque d'effondrement systémique et généralisation à l'économie réelle**

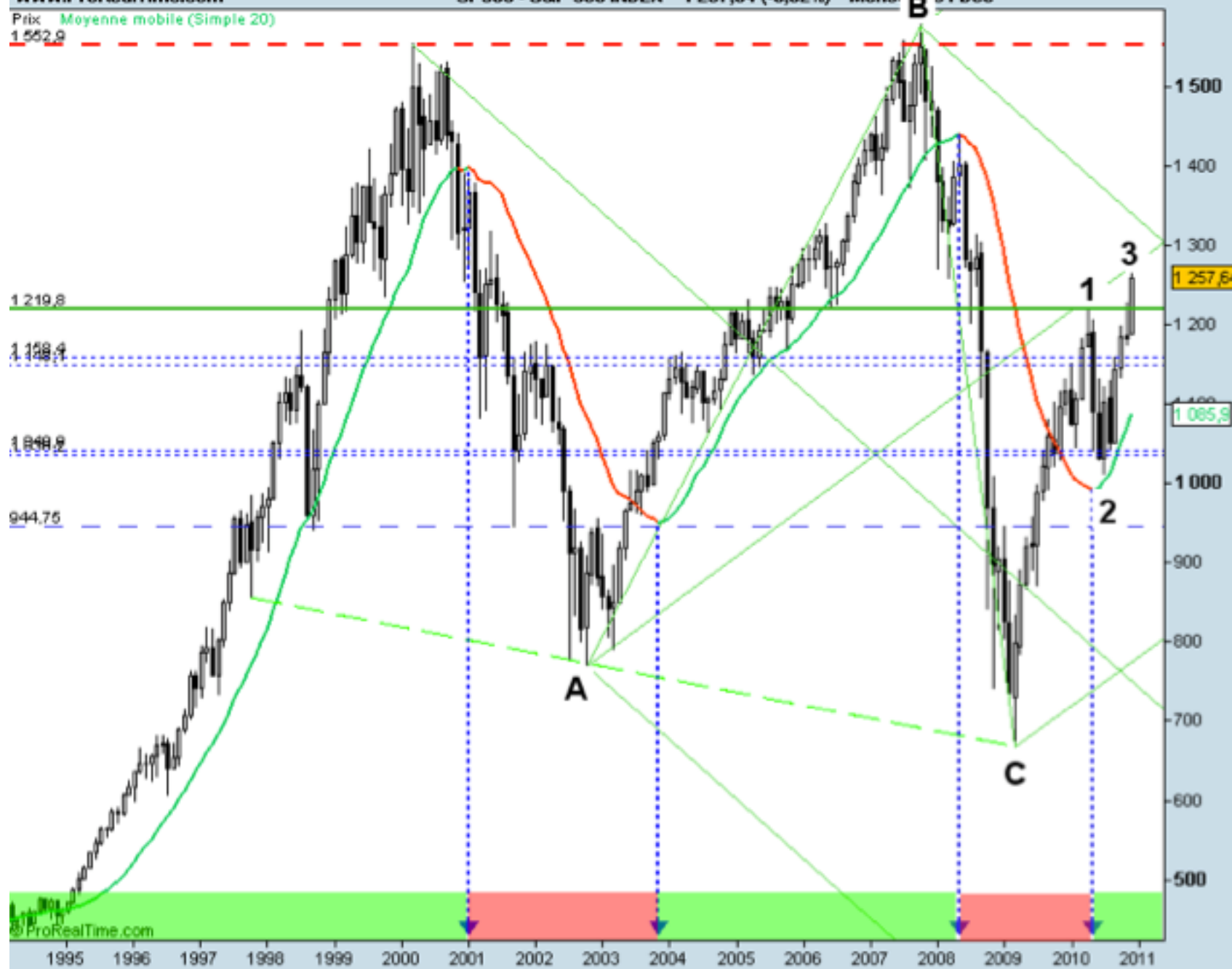
Chute des PIB, faillites, chômage. Creux de la crise mi-2009.

# l'indice du prix des logements anciens rapporté au revenu par ménage



Prix Moyenne mobile (Simple 20)

1 552,9



## **B. Les responsabilités**

### **1. La dérive institutionnelle induite par les politiques**

Politique des BC (Fed) trop durablement expansionniste (surabondance de liquidités).

Dérèglementation (suppression du *Glass Steagall Act* de 1933), libéralisation des marchés, déplacements internationaux des capitaux..., règles prudentielles amorties (tolérance des spéculations sur les dérivés, sur la titrisation) : Greenspan, R. Rubin (Trésor) et A. Levitt se sont opposés à une régulation des dérivés.

A l'arrière plan une nouvelle hégémonie idéologique appuyée sur l'évolution des rapports sociaux.

Les économistes « laissez-faire » incriminent la sur-règlementation : l'État américain et la législation CRA (*Community Reinvestment Act*) destinée à encourager à prêter aux communautés défavorisées.

### **2. Le rôle majeur des banques, assurances ...**

- Innovations financières, la titrisation (« originate and distribute » versus « originate and hold »), spéculation, dérivés, CDS ... Effets de levier insensés. Modèles mathématiques.
- Pratiques des banques (surtout américaines) autour des *subprimes* (voire le film « Cleveland contre Wall Street »), et plus généralement pour activer les demandes de crédit et les prises de risque spéculatif.
- Modes de rémunérations (bonus, stock options) aux effets « asymétriques » procycliques et encourageant les pratiques risquées.
- Rôle procyclique des règles de valorisation (*market value*).

### **3. Les fonds d'investissement, hedge funds etc...**

### **4. Les agences de rating qui n'ont rien contrôlé** (suivisme, conflits d'intérêt).

### **5. Les ménages eux-mêmes ...**

### **6. L'excès de liquidités provenant de l'excédent commercial chinois** et des pays producteurs de matières premières plaçant leurs excédents sur les marchés financiers.

**Pas seulement des dérives condamnables, des erreurs de politiques économiques commises ou un excès d'innovations financières.**

**Mais un régime de croissance financiarisé instable abandonné à lui-même par les États.**



## C. Quelques références théoriques

### 1) **Disfonctionnement des marchés, marchés autoréférentiels**

La thèse de l'efficiencia des marchés (Fama, Miller et Sholes) a fait long feu. En revanche :

Des **bulles mimétiques** en l'absence d'un coût de production et de fondamentaux objectifs.

Des marchés **autoréférentiels** (A. Orléan) aux **conséquences procycliques** : les achats d'actifs élèvent leur valeur, le capital des propriétaires de ces actifs augmentant, ils peuvent gonfler leurs emprunts pour ... acheter des titres et des immeubles. Et les banques **peuvent prêter d'autant plus que leur capital s'accroît. D'où l'explosion des effets de levier.**

Avec le « **deleverage** », la **mécanique fonctionne à l'envers**, les pertes deviennent massives, d'où l'effondrement cumulatif des cours, la dévalorisation du capital bancaire et le *credit crunch*.

### 2) **Déjà J.M. Keynes : la bourse-casino, le concours de beauté et l'instabilité de court terme des anticipations sur la rentabilité des investissements.**

### 3) **La crise, un moment du cycle financier : Juglar, Wicksell, Fisher, Minsky :**

Phase 1 : **une montée du surendettement dans l'euphorie. Le crise de 2001-02 a été « noyée » sous une masse de liquidités, grâce à des taux d'intérêt faibles, une folie d'endettement, d'où les bulles (immobilier).**

Phase 2 : **l'éclatement des « bulles ».**

Phase 3 : **brutal « deleverage », déflation ...**

### 4) **I. Fisher et à la « debt déflation theory » : dans une situation de surendettement, un choc déflationniste survenant sur les marchés d'actifs effondre la valeur du capital, produit un effet de levier négatif, impose l'insolvabilité et le désendettement = déflation de bilan.**

# II. Une crise du régime de croissance

Une crise du régime de croissance : du régime « fordiste » à sa crise et au **régime de croissance financiarisée**.

**Un régime non viable** : il manque un mode de régulation efficient. La régulation par des marchés instables qui supposaient qu'à chaque tour du circuit macro-économique, après chaque crise, une nouvelle couche d'endettement, une économie dopée par « les excès de la *Ponzi Finance* » (Artus).

**Une crise « réelle »** : Le diagnostic du NBER : la récession a commencé en décembre 2007 (un cycle de croissance de 73 mois commencé en novembre 2001) avant l'éclatement de la bulle financière. Les difficultés s'inaugurent dans l'immobilier (en 2006). Ce qui explique la « contagion » rapide.

Pourtant, sans la crise financière, il aurait été possible de relancer à nouveau la machine économique, au prix d'un accroissement supplémentaire de l'endettement.

Analyse : **une crise de la demande globale (« keynésienne ») couplée à une crise de suraccumulation, toutes deux articulées à la dimension financière.**

Voire une stagnation séculaire ?

## Section 1 : Une crise de la demande « sous-jacente » (une crise « *Hobson-Keynes-Bernanke* »)

### **A. Rappel théorique : une crise de la demande globale**

#### **a) La faiblesse de la demande de consommation « sous-jacente » (thèse de Hobson)**

Pays développés : à partir des années 1990, stagnation des salaires réels et inégalités croissantes.

Pays émergents : orientation exportatrice, d'où blocage de la croissance des niveaux de rémunération.

#### **b) Excès d'épargne à l'échelle mondiale : le « *global saving glut* » (Ben Bernanke)**

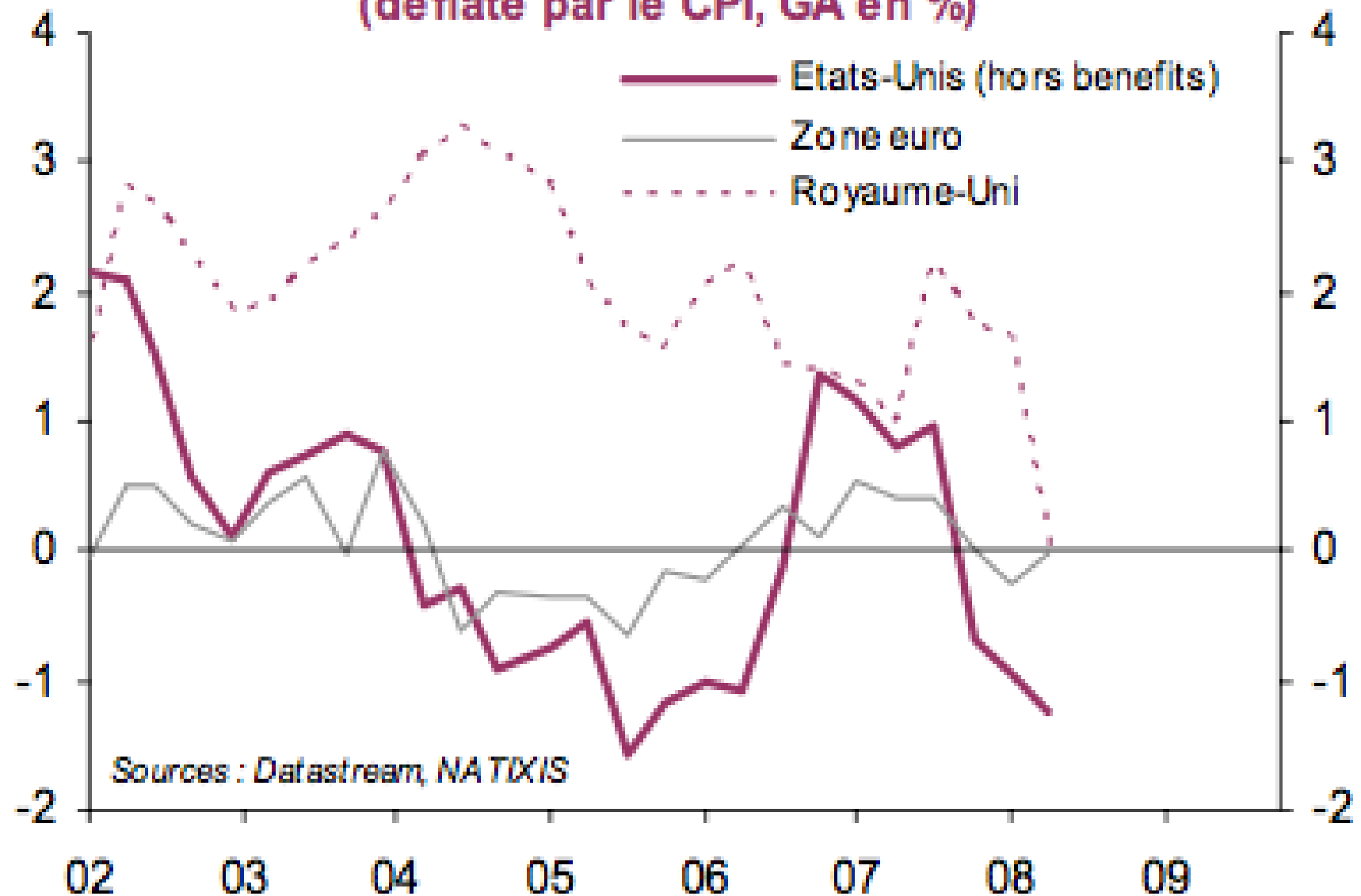
Au début des années 2000, l'épargne mondiale (revenus non consommés) = 22% du PIB mondial. En 2008 = 27%.

Dus à l'accroissement des revenus des pays émergents et des pays pétroliers lié à l'accroissement de leurs excédents commerciaux (accumulation de réserves de change).

Pays en développement : 1999: 24% du PIB. 2007: 34%, surtout la Chine 50%.

#### **c) Effondrement final de la demande d'investissement** lorsque la base de la croissance de la consommation se restreint et que s'écroulent, avec la bulle financière, les anticipations sur les rendements futurs du nouveau capital = **Keynes**.

## Salaire réel par tête (déflaté par le CPI, GA en %)



## B. Sous-consommation liée à la croissance des inégalités

Cf. Jacques Mistral, Bernard Salzmänn, « La préférence américaine pour l'inégalité ? », *En Temps réel*, Cahiers n°25, février 2006. <http://en.temps.reel.free.fr/cahiers/cahier25.pdf>

Thomas Piketty, Emmanuel Saez, « The Evolution of top Incomes : a Historical and International Perspective », janv. 2006, *NBER Working papers* n°11955.

Thomas Piketty, *L'économie des inégalités*, La Découverte, 2008.

Julie Solard, « Les très hauts revenus: des différences de plus en plus marquées entre 2004 et 2007 », INSEE, avril 2010 ; « Revenus des ménages », Note de conj. INSEE, décembre 2010.

### 1) En France

Évolution : le rapport interdécile D9/D1 stable à 3,4 (4,8 en 1970), *mais* le pouvoir d'achat moyen entre les déciles passe de 6 en 1998 à 6,7 en 2008.

Les *pauvres* décrochent, les hausses du SMIC soutiennent les bas revenus (sal. à plein temps), les couches moyennes stagnent, le décile supérieur progresse fort.

La part dans le total des revenus des 10% les plus riches, après s'être effondrée dans les années 1940 (de 45% à 30%) évolue depuis autour de 33% (remonte de 30% à 34% depuis 1980).

En revanche, entre 1998 et 2006 :

- Le revenu moyen des 10 % les plus riches augmente de 8,7 %,
- celui des 1 % les plus riches de 19 %,
- celui des 0.1 % les plus riches de 32 %,
- et celui des 0.01 % les plus riches de 42 %.

Le pouvoir d'achat *après dépenses* « contraintes » des deux déciles du bas est divisé par deux entre 2000 et 2006 (hausse des dép. de logement, énergie).

- Hausse du chômage, des « fin de droit », de la précarité, temps partiel...

# France : évolution des revenus

| Evolution des niveaux de vie moyens annuels par tranche de 10 % pour une personne |                 |                 |               |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------|
|                                                                                   | 1998 (en euros) | 2008 (en euros) | Gain en euros | Gain en % |
| Niveau de vie moyen des 10 % les plus pauvres                                     | 7 100           | 8 070           | 970           | 13,7      |
| Niveau de vie entre les 10 et 20 %                                                | 10 100          | 11 860          | 1 760         | 17,4      |
| Niveau de vie entre les 20 et 30 %                                                | 12 050          | 14 190          | 2 140         | 17,8      |
| Niveau de vie entre les 30 et 40 %                                                | 13 790          | 16150           | 2 360         | 17,1      |
| Niveau de vie entre les 40 et 50 %                                                | 15 530          | 18 010          | 2 480         | 16,0      |
| Niveau de vie entre les 50 et 60 %                                                | 17 430          | 20 040          | 2 610         | 15,0      |
| Niveau de vie entre les 60 et 70 %                                                | 19 660          | 22 400          | 2 740         | 13,9      |
| Niveau de vie entre les 70 et 80 %                                                | 22 540          | 25 580          | 3 040         | 13,5      |
| Niveau de vie entre le 80 et 90 %                                                 | 27 130          | 30 990          | 3 860         | 14,2      |
| Niveau de vie des 10 % les plus riches                                            | 42 270          | 53 800          | 11 530        | 27,3      |
| Rapport entre les 10 % les plus riches et les 10 % les plus pauvres               | 6,0             | 6,7             |               |           |
| Ecart entre les 10 % les plus riches et les 10 % les plus pauvres (en euros)      | 35 170          | 45 730          |               |           |

*Après Impôts et prestations sociales. Les séries ont été reconstituées pour éviter les ruptures de série qui existent en 2002 et 2005. Un décile est une tranche de 10 % de la population*

Source : calculs de l'Observatoire des Inégalités d'après l'Insee.

## 2) Aux États-Unis

En 2008 :

- Les revenus des 10% de foyers américains les plus riches représentent 48 % de la somme des revenus.
- la moitié de la population à revenus faibles en représente seulement 12,6% (16% en 1977).
- Les 1% les plus riches totalisent 20% des revenus (contre 14% en 1980).
- Les 1‰ les plus riches totalisent 10%.
- Les 0,001 encore 5% !

Évolution depuis 1980 :

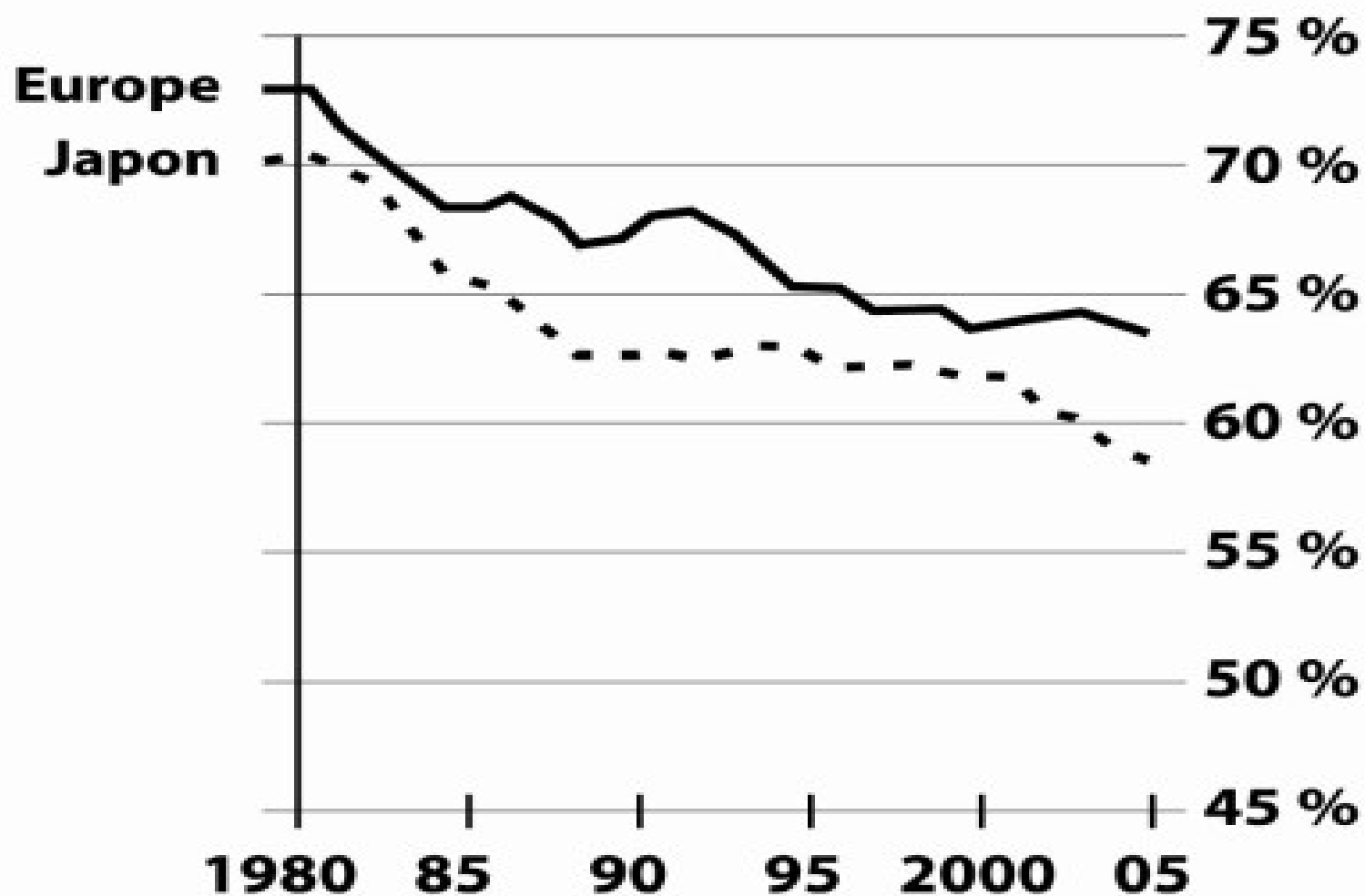
- 80% de la population américaine a vu ses revenus stagner (J. Mistral, p. 76).
- Les 5% de familles les plus riches ont concentré toute la croissance des revenus.
- Le 1% les plus riches a doublé et le 0,5% a triplé, le 1‰ a multiplié par 5 ses revenus !
- D'où : la base *réelle* pour une consommation croissante n'existe plus !

Surtout, indice de crise de sous-consommation « sous-jacente », *c'est fin 2005 que le pouvoir d'achat d'une famille US commence à baisser, deux ans avant la crise des subprimes*. Et le salaire réel baisse depuis 2000.

*Le chômage* atteint 10% en 2010 avec un accroissement de 14% des pauvres en 2009.

Croissance de la pauvreté aux USA en 2009-10

## Part des salaires dans le PIB au Japon et en Europe

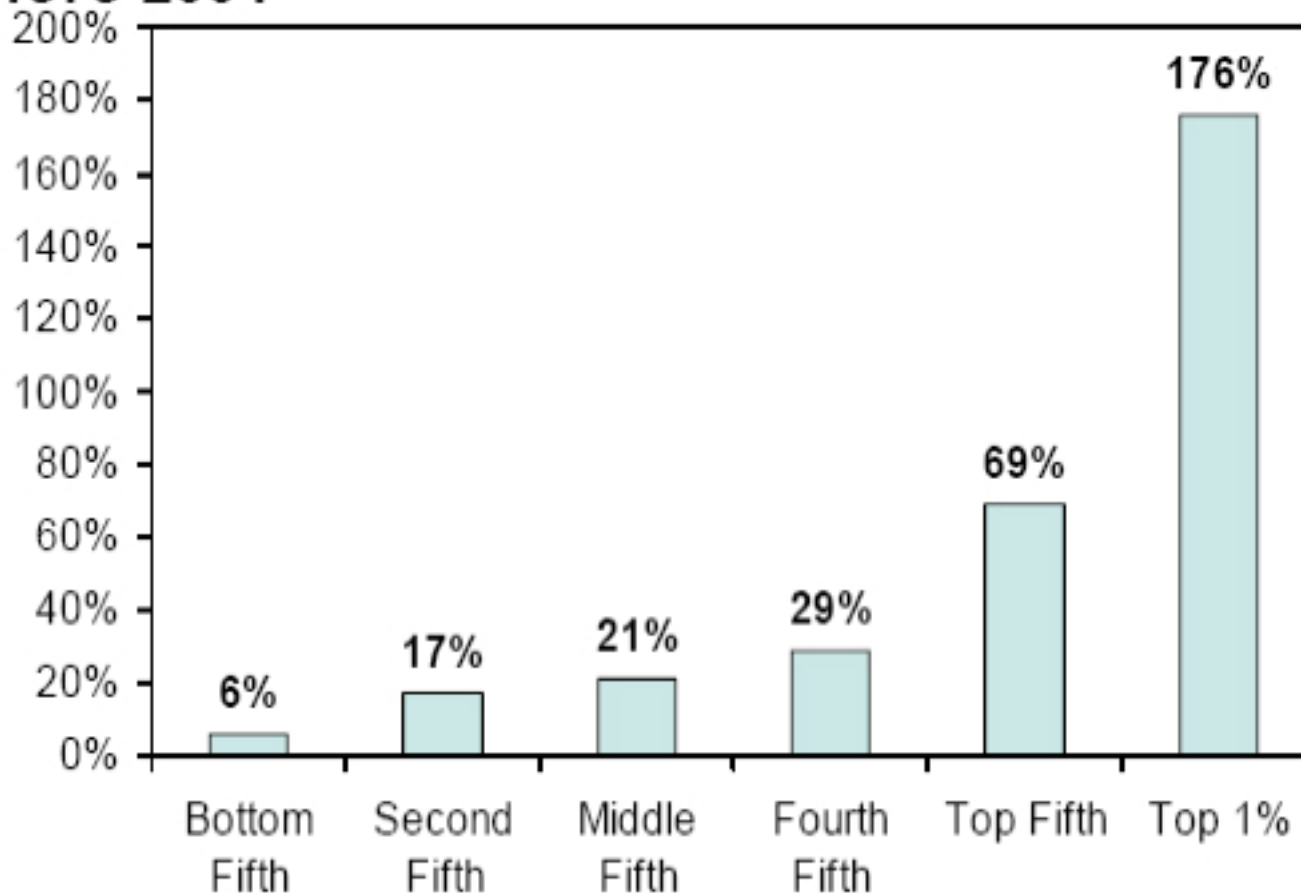


Source : FMI 2007



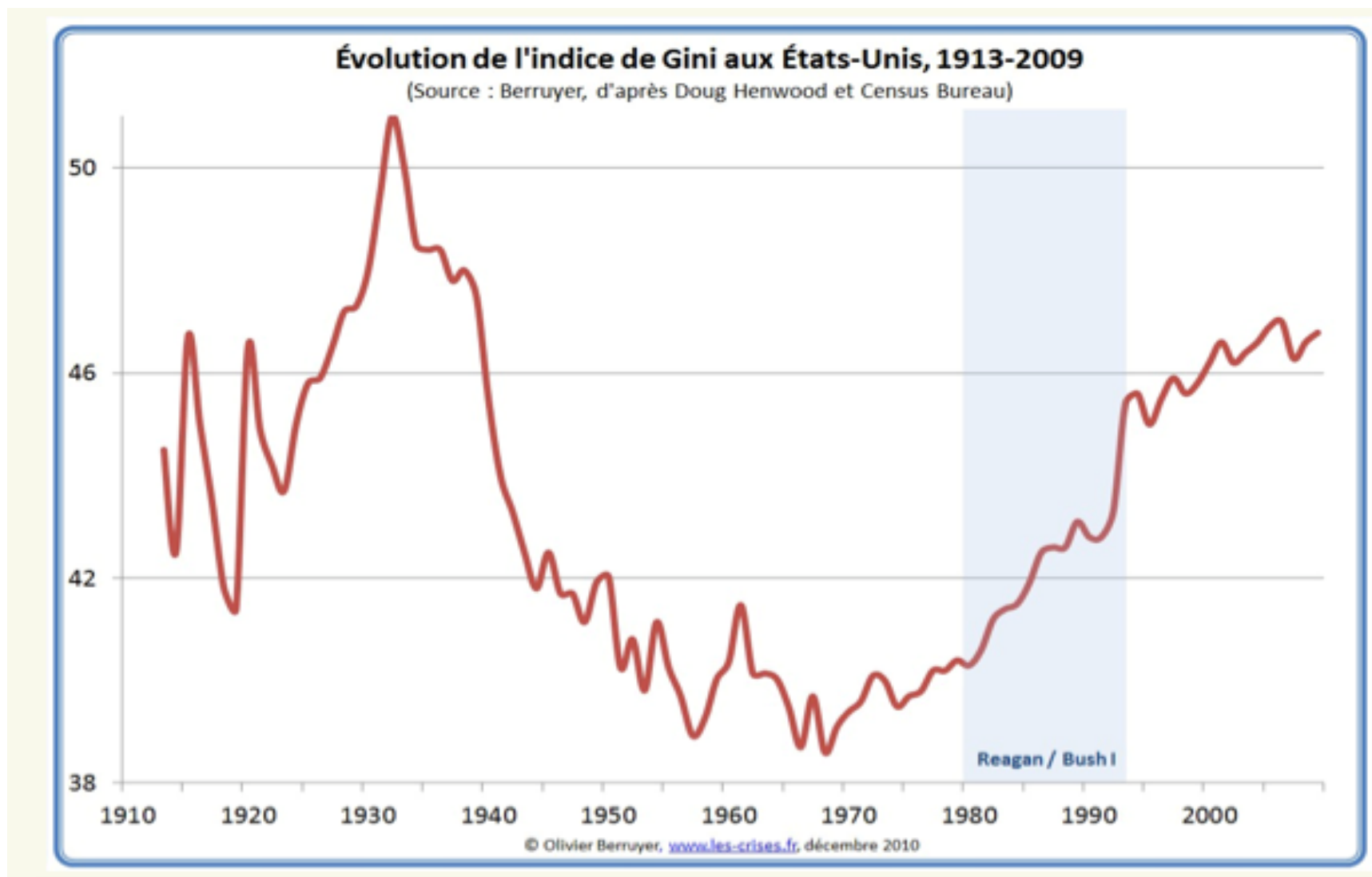
# États-Unis : croissance des inégalités de revenus disponibles

## Change in Average Real After-Tax Income: 1979-2004

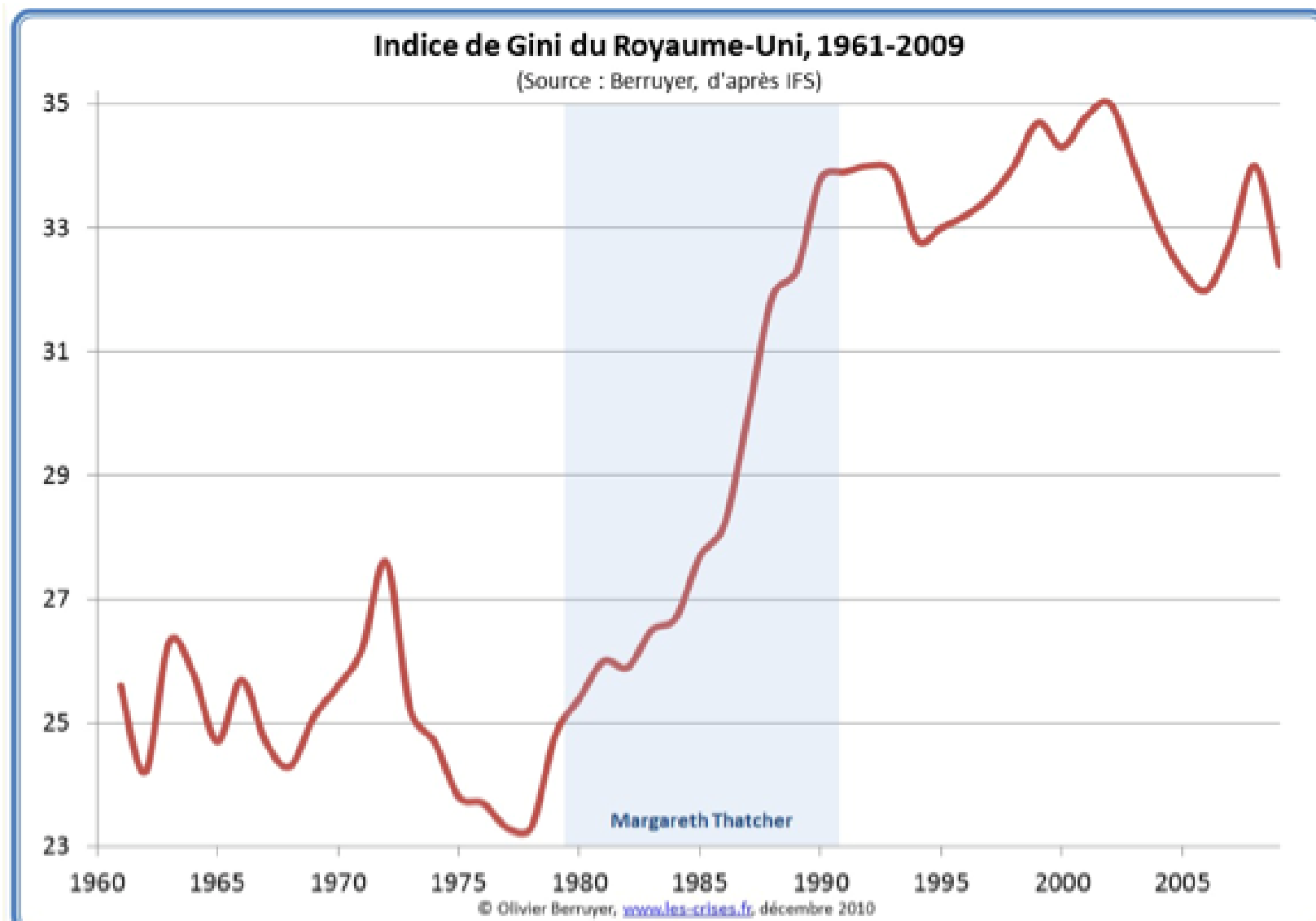


Source: Congressional Budget Office

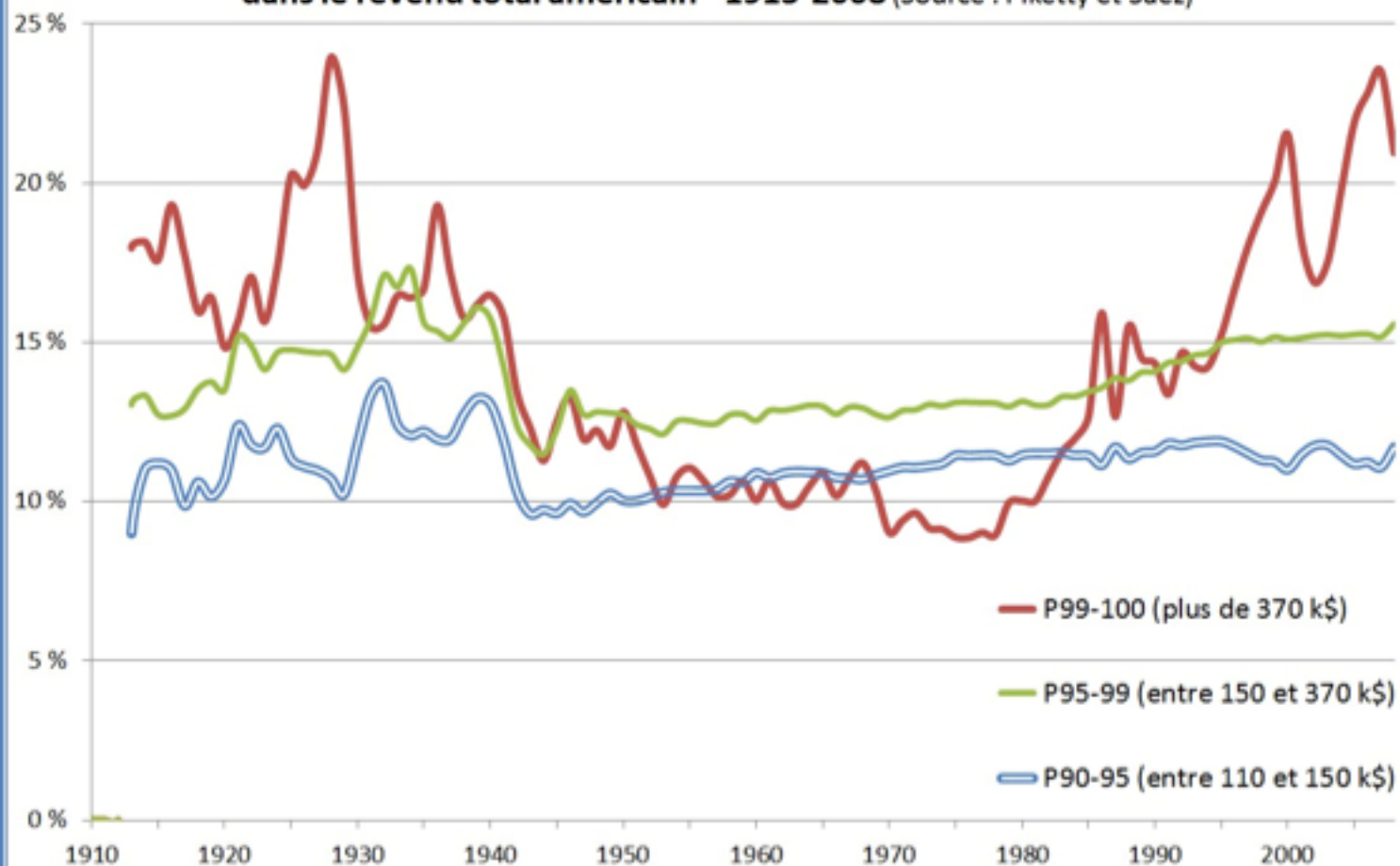
# Inégalités de revenus aux États-Unis



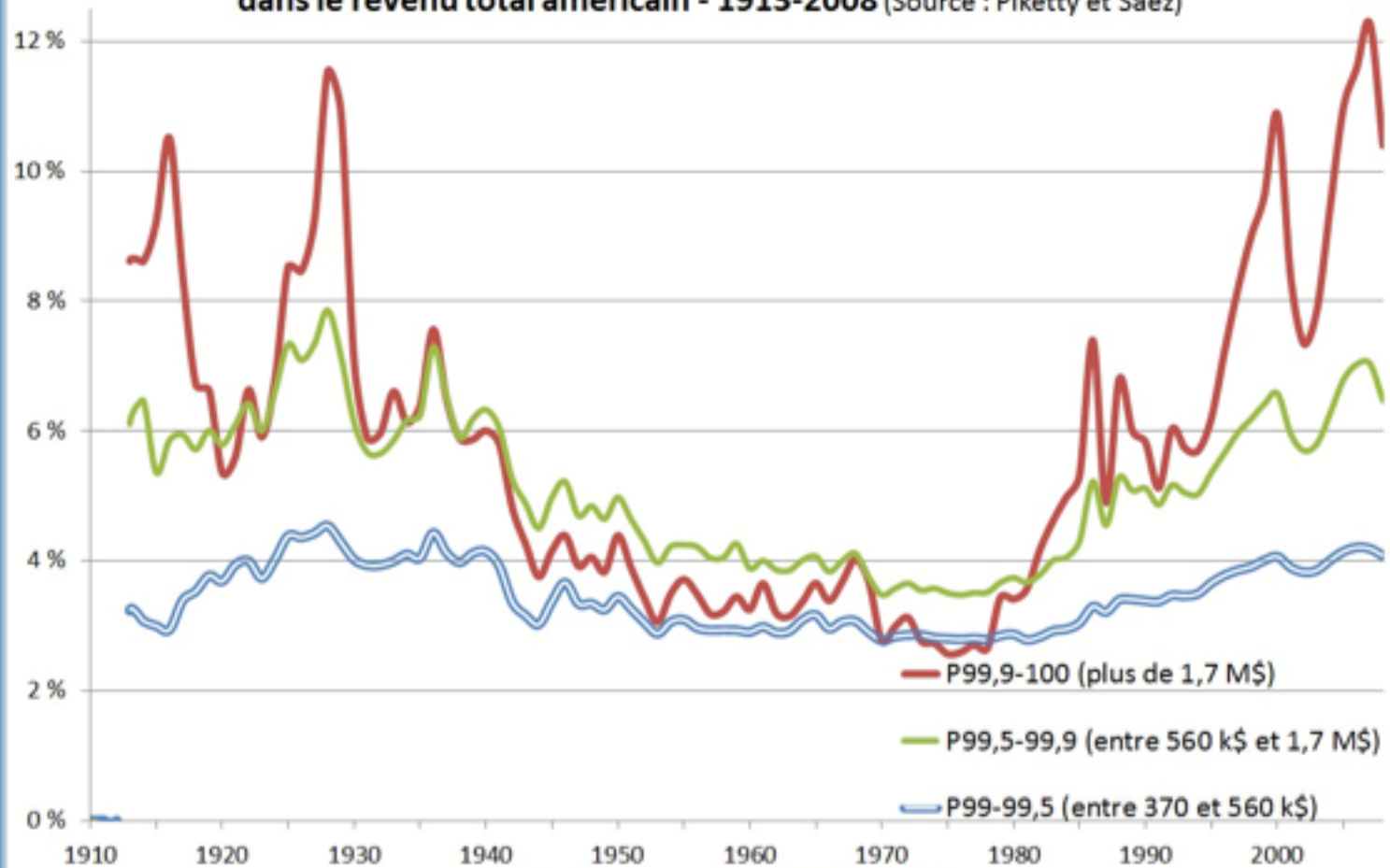
# Inégalités de revenus au Royaume-Uni



**Évolution de la part des composantes du décile supérieur  
dans le revenu total américain - 1913-2008** (Source : Piketty et Saez)



**Évolution de la part des composantes du centile supérieur  
dans le revenu total américain - 1913-2008** (Source : Piketty et Saez)



© Olivier Berruyer, [www.les-crises.fr](http://www.les-crises.fr), décembre 2010

## C. Une crise de la demande longtemps compensée

### 1. Les béquilles de la demande globale

- a) Les innovations NTIC tirent l'investissement et la consommation. Mais, en 2001-02, crise des NTIC.
- b) Consommation soutenue par la stabilité des prix grâce à l'importation des pays émergents.
- c) Les politiques de facilités monétaires (surtout après la crise de 2001, rôle d'A. Greenspan) encouragent l'endettement des entreprises (I) et des ménages.
- d) D'où la bulle immobilière, d'où ses « effets richesse ».
- e) Les dépenses des plus riches.
- f) Taux d'épargne nul aux USA : si  $S > I$  en Chine, aux USA le taux d'épargne nul « contient » la déflation.

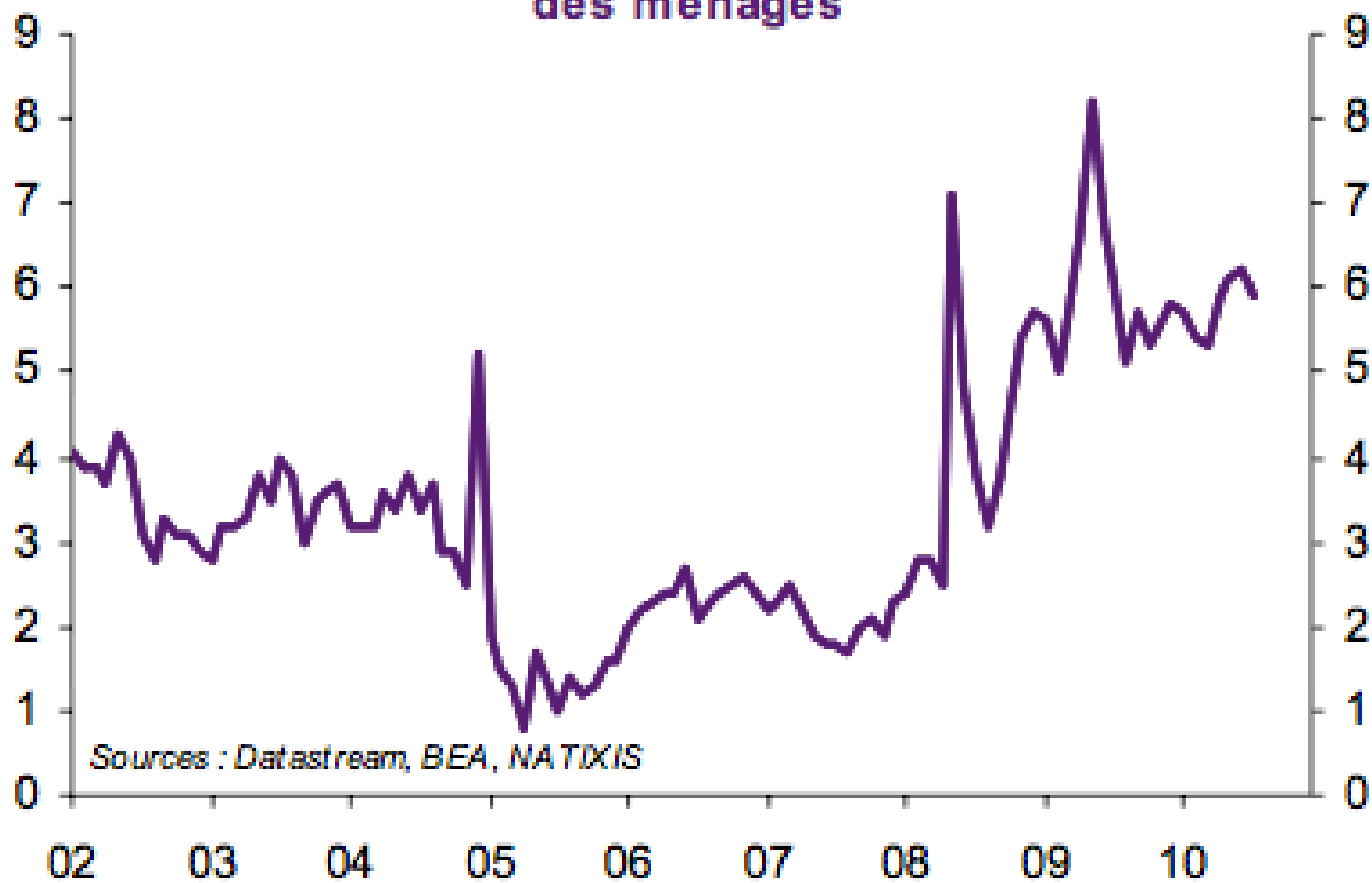
### 2. Le rôle de l'endettement :

- Une *nécessité* pour les ménages (soutien de C) et les entreprises (soutien de I).
- Une *opportunité* pour les banques.
- Une *facilité* pour l'État (Greenspan « laisse courir » des taux d'intérêt faibles).

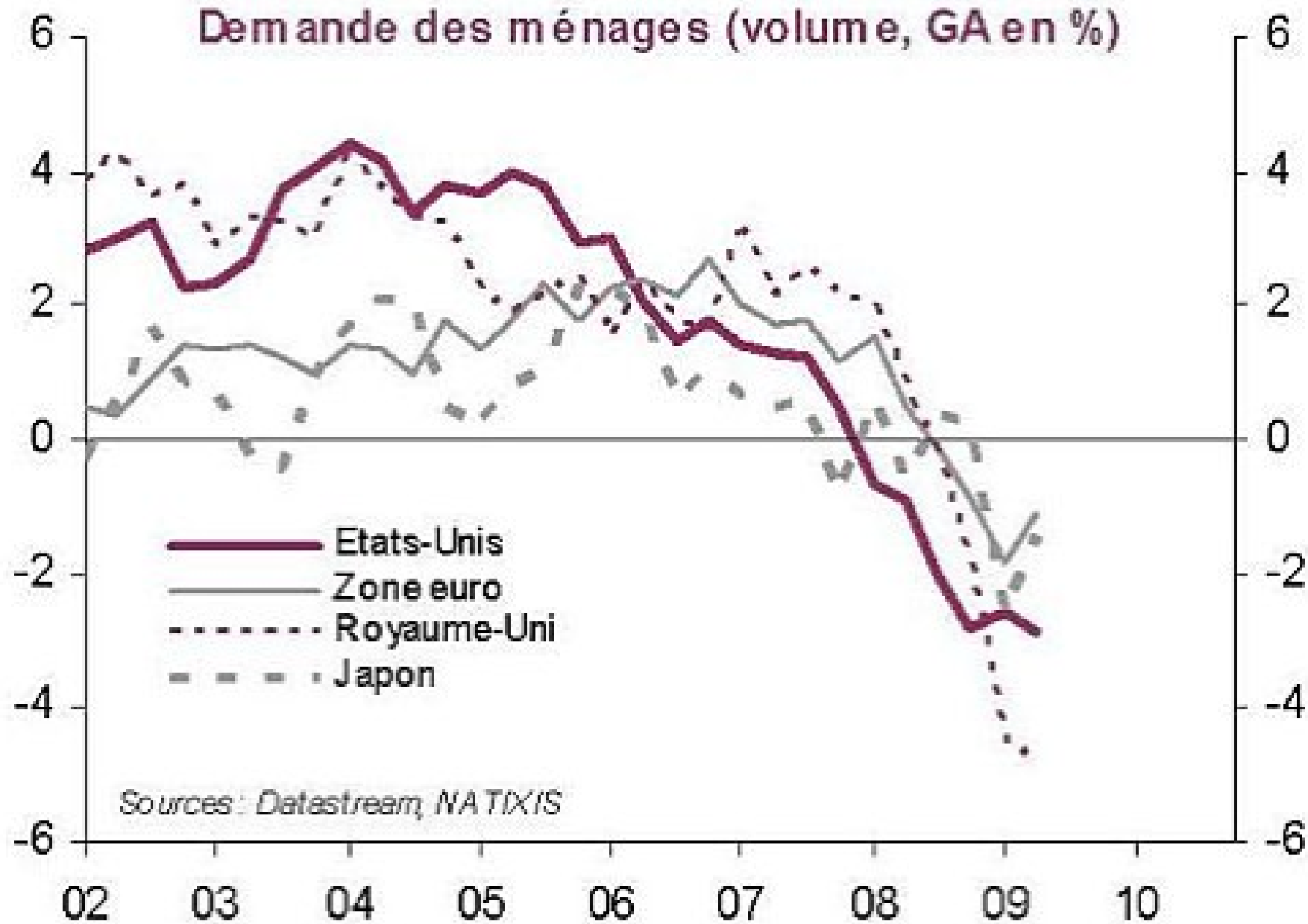
### 3. La crise de 2008 : lorsque l'endettement s'effondre, la crise de demande se révèle (lorsque la mer se retire, elle découvre ses bas-fonds).

### 4. Dans la crise toutes les composantes de la demande s'effondrent : chômage, faillites, baisse des revenus, de la consommation, hausse de l'épargne de précaution (peur du chômage), effets-richeesse inversés, désendettement massif, effondrement de l'investissement...

## Etats-Unis : taux d'épargne nette mensuel des ménages



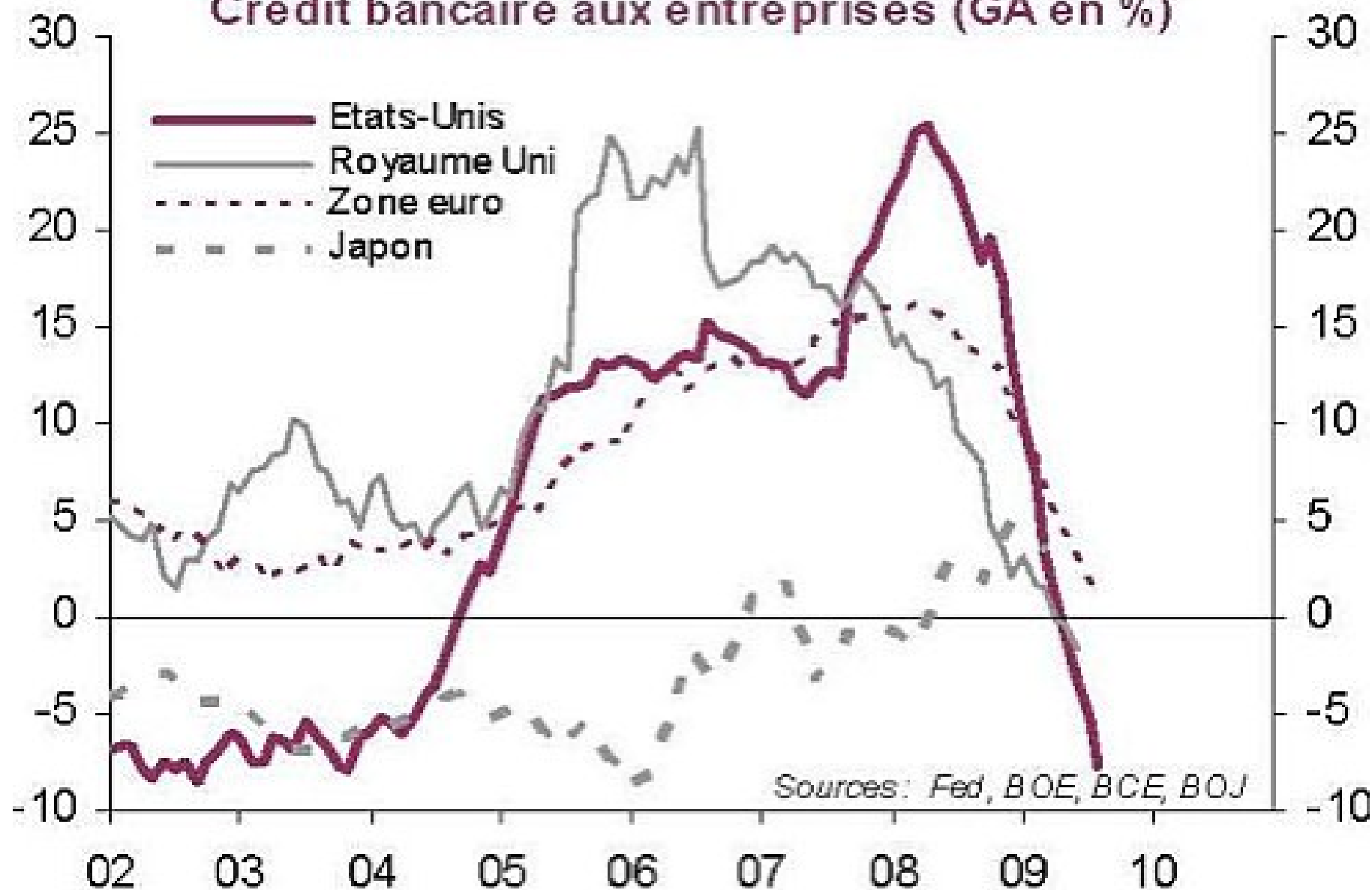
## Demande des ménages (volume, GA en %)



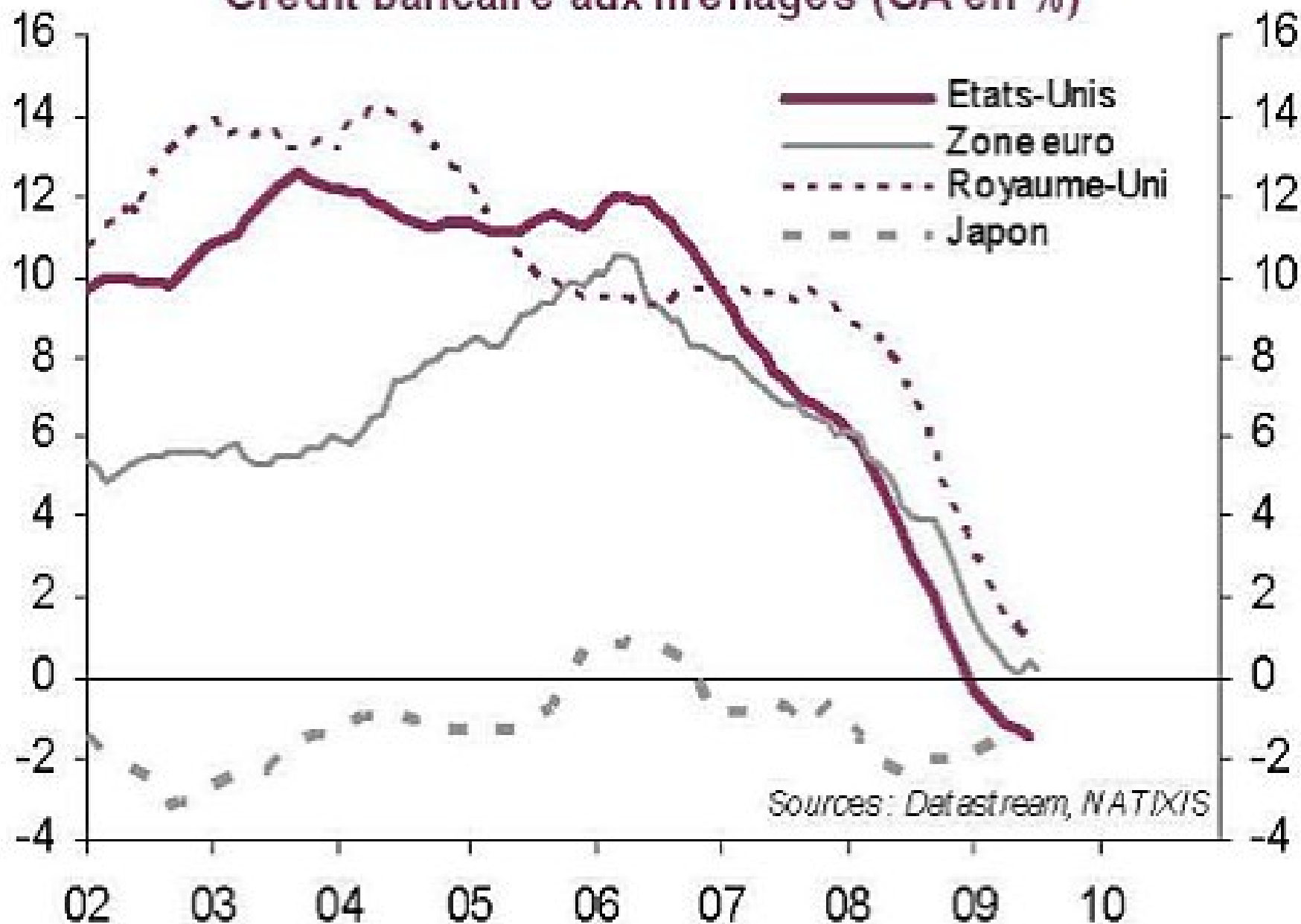
Sources : Datastream, NATIXIS



## Crédit bancaire aux entreprises (GA en %)



## Crédit bancaire aux ménages (GA en %)



# D. Stagnation séculaire et démographie déclinante

## *Une crise Keynes-Hansen*

Au milieu des années 1970, dans les pays développés, une rupture du trend de croissance.  
Une nouvelle rupture vers le bas pour la décennie à venir ?

Les analyse **de Keynes et de Hansen** à la fin des années trente sur les risques de stagnation séculaire liée au déclin de la population et à son impact sur la demande effective et la demande d'investissement.

[N.B. une analyse en termes de demande, non de croissance potentielle ou de modèles de croissance à la Solow où l'affaiblissement du « taux de croissance naturel » ( $n$ ) s'impose au taux de croissance du PIB.]

**Les déterminants de la demande d'investissement sont l'expansion démographique, l'ouverture de nouveaux territoires (Hansen, la *frontier*), le niveau moyen de consommation, les innovations « *capital using* ».**

La croissance démographique aurait expliqué jusqu'à 50% de l'investissement brut *au XIXe siècle*.

*Les années 1950-75* : forte augmentation des occasions d'investir, liée à la croissance du niveau de vie, une répartition plus égalitaire, des innovations, *également au « baby boom »*.

*À partir du milieu des années 1970*, le déclin démographique produit ses effets dépressifs tandis que les innovations deviennent *capital saving*, dans les services, la communication et l'information, ou à fort contenu de connaissances.

Mais longtemps « compensé » (cf. supra) .

*Aujourd'hui*, avec la crise, retour « sur terre » :

Le déclin démographique joue à plein.

Le vieillissement contribue probablement au pessimisme des anticipations.

## **Section 2 : Une crise de suraccumulation du capital** **(surtout en Chine)**

### **A. Rappel théorique**

- **Sur-accumulation « réelle »** : aussi bien chez **Ricardo** que **Marx** (baisse tendancielle avec la composition du capital), et, **pour les néo-classiques** une baisse de la **productivité marginale du capital** avec augmentation de  $K/L$ .
- **Sur-investissement relatif aux capacités de consommer.**

**Un sur-investissement aux conséquences longtemps masquées :**

*Une seule crise en deux étapes* : la crise des NTCI dès mars ,prolongée par la crise financière dès fin 2006.

La crise des nouvelles technologies dès mars 2000 et la crise financière dès le second semestre 2006, révélée en février 2007, *ne forment qu'une seule crise en deux étapes.*

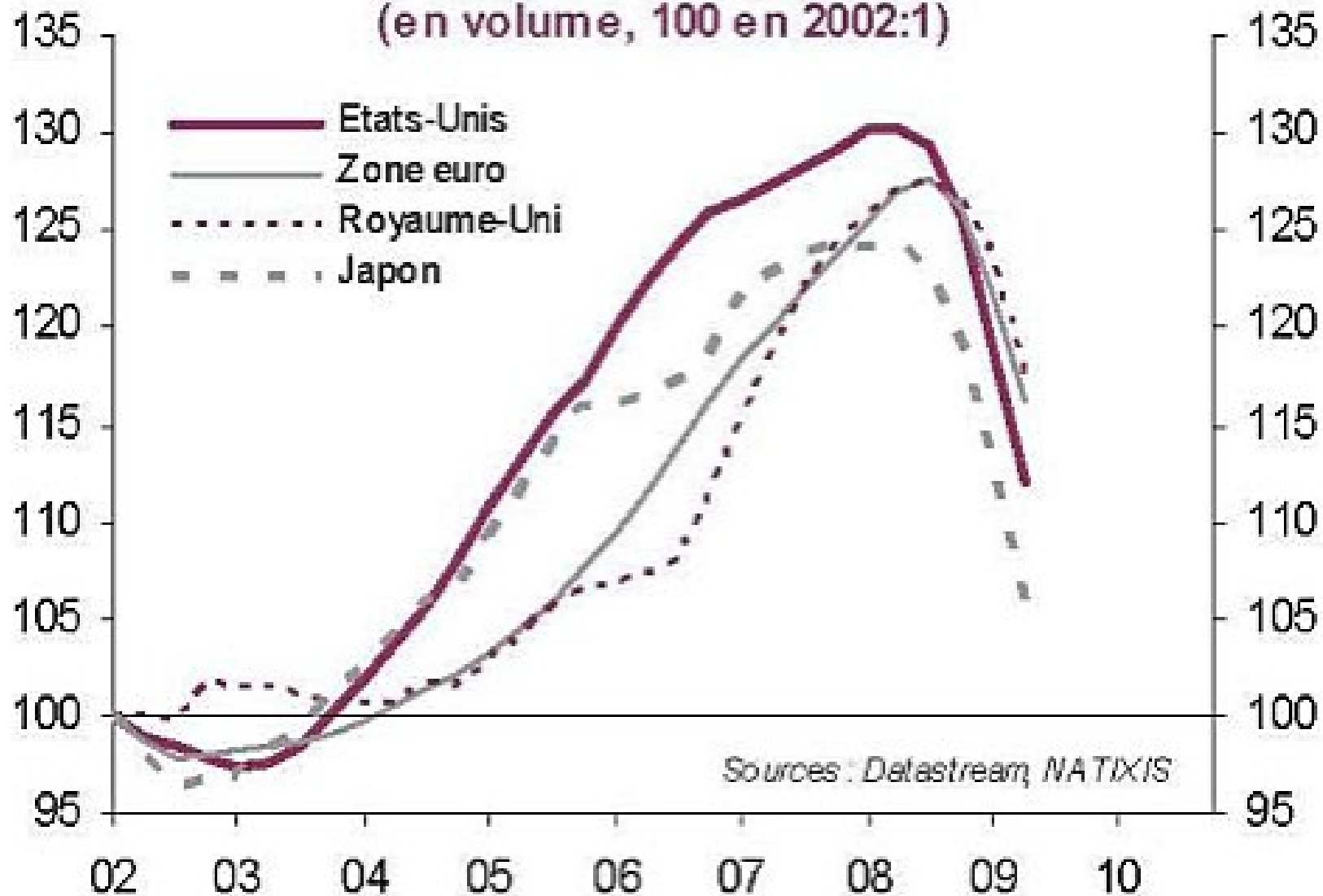
1. *Une crise de sur-accumulation typique en 2000-01 compensée artificiellement et une reprise « dopée » aux liquidités.*
  - À la fin des années 1990, les nouvelles technologies et l'envolée de l'investissement : « la nouvelle économie ». La crise des NT.
  - La réponse à la crise : politique de facilité monétaire de la Fed d'A. Greenspan, baisse des taux, croissance rapide des liquidités, du crédit... La politique d'A. Greenspan a conduit à la quasi-suppression de la phase dépressive.
2. Après 2004 : taux d'intérêt très faibles, d'où les bulles financières et immobilières, montée de la spéculation entre 2005 et 2007, la dérive inflationniste en 2008. Folie d'investissement immobilier.

### **3. La suraccumulation du capital en Chine :**

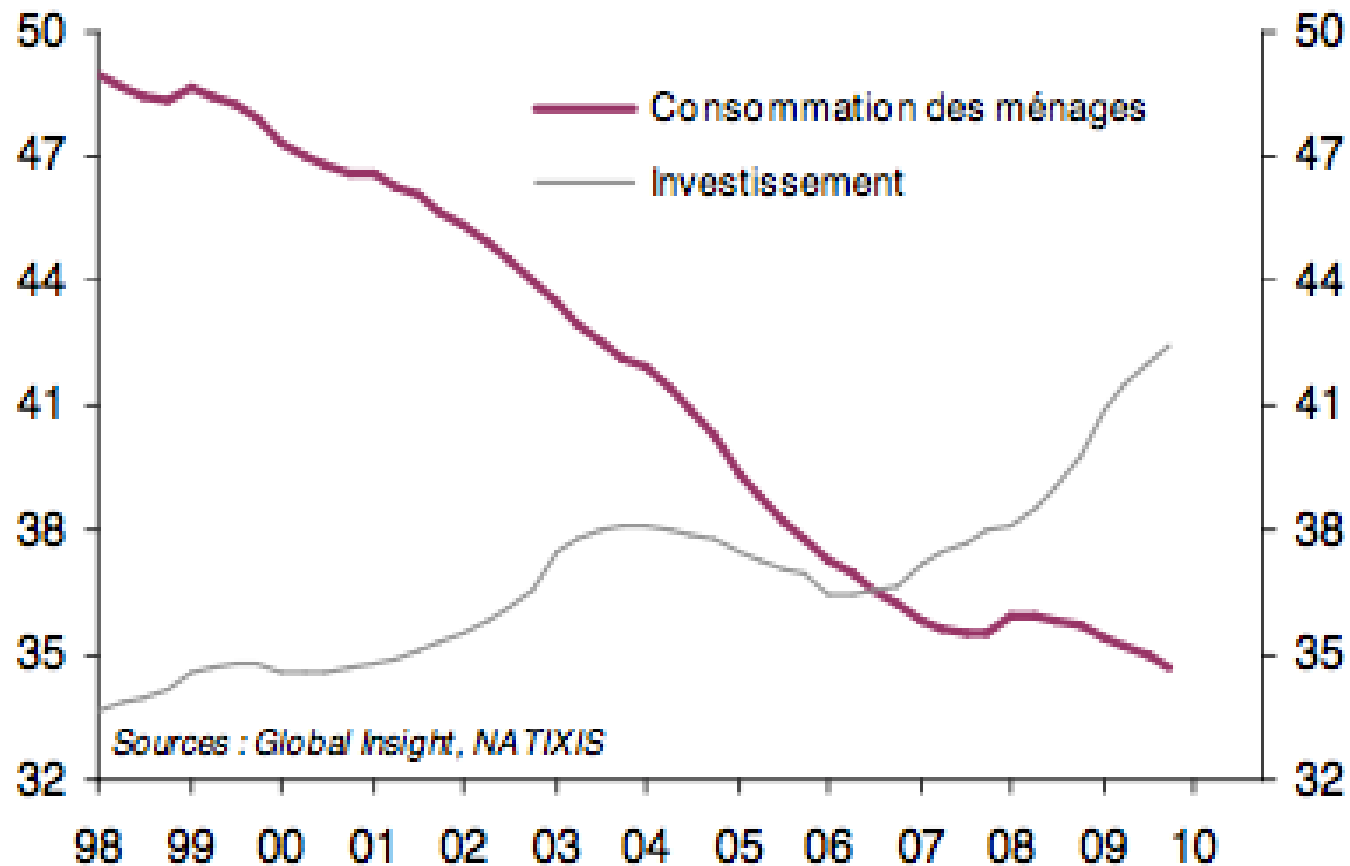
**Surinvestissement (guodu touzi) depuis 2000** : grands projets, taux d'intérêt faible, le « complexe État-Banques-Industrie » et le volontarisme d'investissement et d'exportation ( le taux d'épargne massif malgré les salaires contraints dépasse le fort taux d'investissement : balance commerciale très excédentaire), pas de prise en compte du rendement escompté : « fuite en avant ».

**Exportée vers les Etats-Unis et l'Europe avec la balance commerciale excédentaire, elle y prolonge ses effets par une crise de surproduction locale, désindustrialisation, chômage, etc ...**

## Investissement productif (en volume, 100 en 2002:1)



## Chine : consommation et investissement (en volume, en % du PIB)



## **B. Une sur-accumulation longtemps compensée**

**Malgré la sur-accumulation du capital, le taux de profit ne baisse pas ... jusqu'à la crise.**

*Le taux de profit devrait baisser avec le surinvestissement et la baisse de la demande.*

**Ce n'est pas le cas : la crise de suraccumulation est contenue, jusqu'à la crise financière en 2007.**

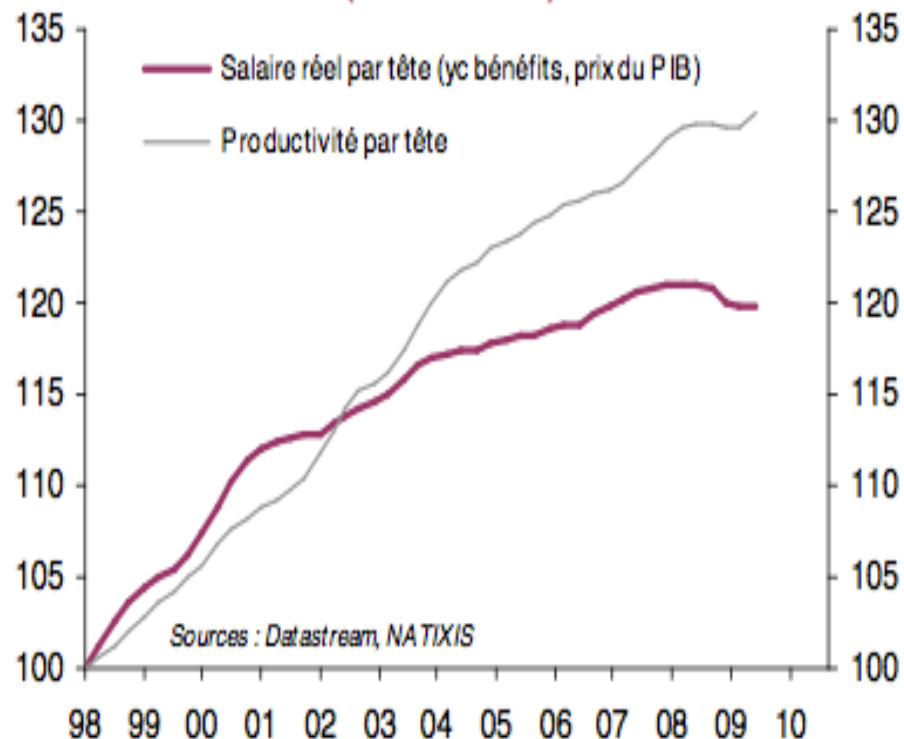
*En effet (à rapprocher des contre-tendances marxiennes) :*

**a) Les entreprises réagissent par la baisse des coûts salariaux.**

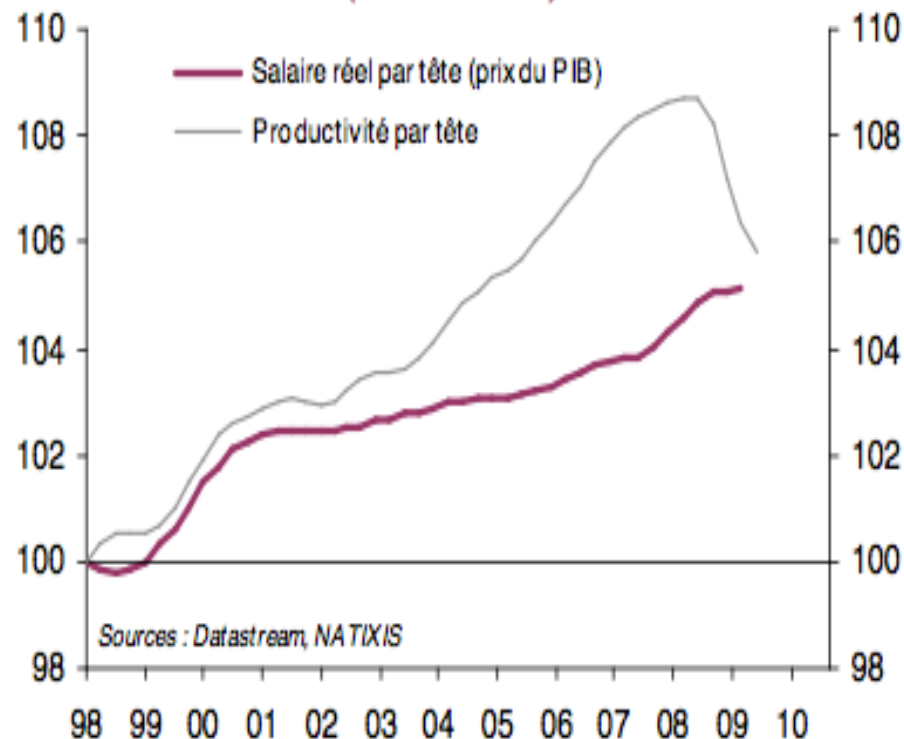
*D'où la productivité croît plus fortement que les salaires et les marges restent élevées.*

*Mais un contre coup sur la crise de la demande globale.*

**Etats-Unis : productivité et salaire réel par tête  
(100 en 1998:1)**

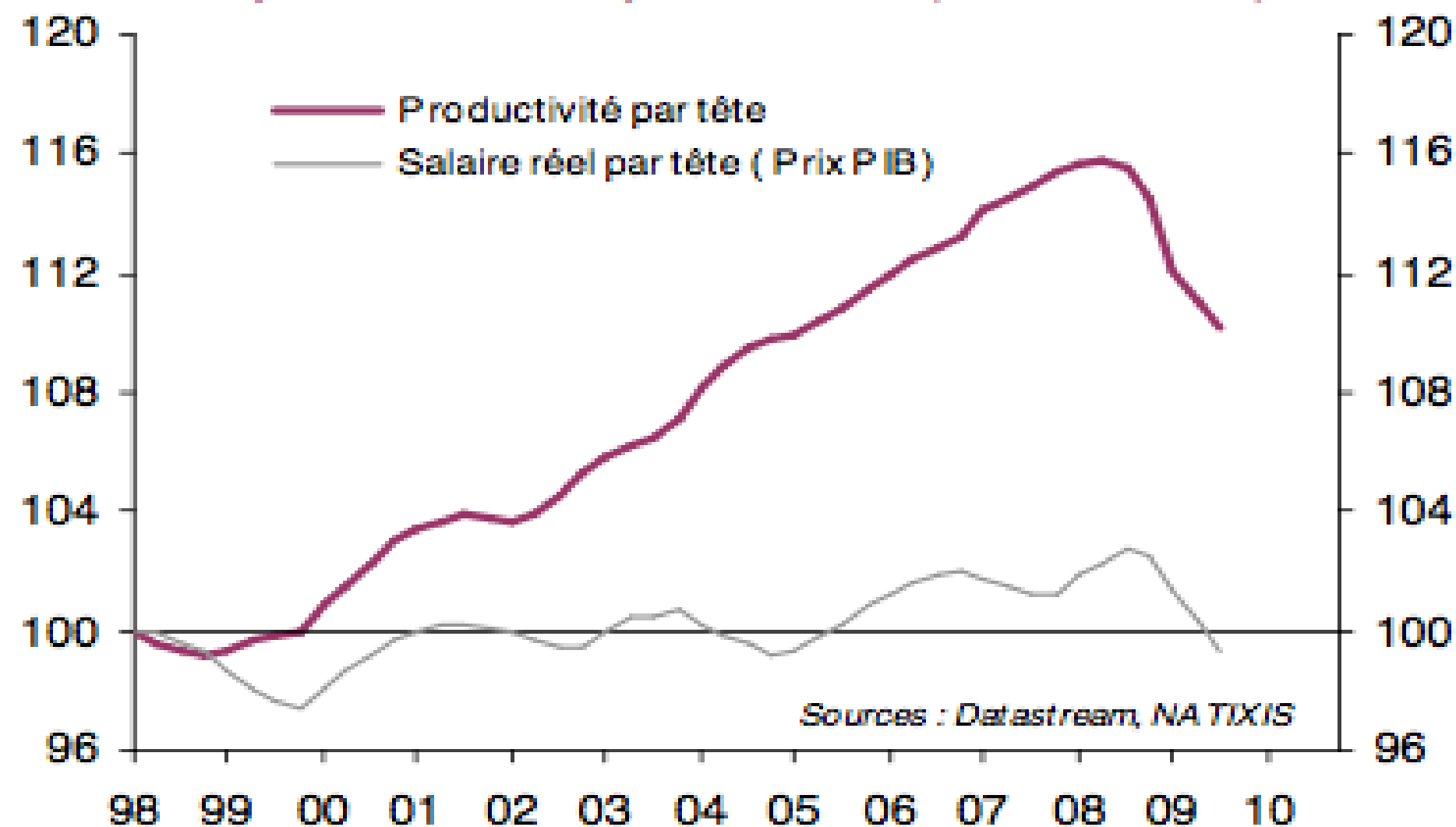


**Zone euro : productivité et salaire réel par tête  
(100 en 1998:1)**





## Japon : salaire et productivité (100 en 2002:1)



(suite) autres « contre-tendances » à la suraccumulation

**b) Les taux d'intérêt sont faibles.**

**c) La spéculation, « l'aventurisme »,** le crédit, la concentration du capital, sont les moyens de chercher à rapprocher le taux de profit (RoE : *return on equity*) du taux exorbitant de 15%.

La baisse du taux de profit dans les activités *productives* est ***compensée par des profits financiers et spéculatifs*** : subprimes, effets de levier.

**d) Une dérive encouragée par les banques.**

Prêter aux entreprises qui ne font que des taux de profit faibles... peu d'intérêt. D'où le « dérapage » vers les « opérations de marché » spéculatives hautement rentables !

**e) Dans les pays émergents, particulièrement la Chine, la sur-accumulation est évacuée par les exportations** (appuyées par la faiblesse artificielle du yuan). *Mais ce genre de "Beggar thy neighbour policy" ne fait que déplacer les conséquences de la sur-accumulation.*

# III. Politiques

## A. Ce qui a été fait

### 1) Politiques monétaires

Taux d'intérêt quasi-nul et politiques « non conventionnelles » (« *quantitative easing* ») : création de monnaie par le rachat de titres. La Fed a acheté 1000 milliards \$ d'obligations hypothécaires, puis à nouveau (nov. 2010) 600 milliards \$ d'obligations d'État. Banque d'Angleterre et BCE.

2) **Recapitalisation, nationalisation**, rachat de mauvaises créances, garanties ... plusieurs milliers de milliards (2000 milliards pour l'Europe).

3) **Presque rien** pour les **dettes immobilières des particuliers** (1/20 a vu sa maison saisie, soit environ 9 millions de foyers).

### 4) Politiques budgétaires, plans de relance :

**France** 2008-2009 : 48 milliards € + 1000 projets d'infrastructures publiques.

**Allemagne** 2009 : 60 milliards d'euros (amplifié en 2010).

**États-Unis** : « Plan Paulson » rachat de 700 milliards \$ de créances douteuses ; Obama, *Recovery Act* 787 milliards \$ en février 2009, sur deux ans (énergie, éducation, santé, infrastructures). Nouveau plan de relance en sept. 2010 de 100 milliards \$ (baisse d'impôt) + 50 milliards \$ infrastructures.

**Chine** 2009 : 500 milliards de dollars (infrastructures, TGV, ind. export., automobiles...) .

### 5) Réglementation :

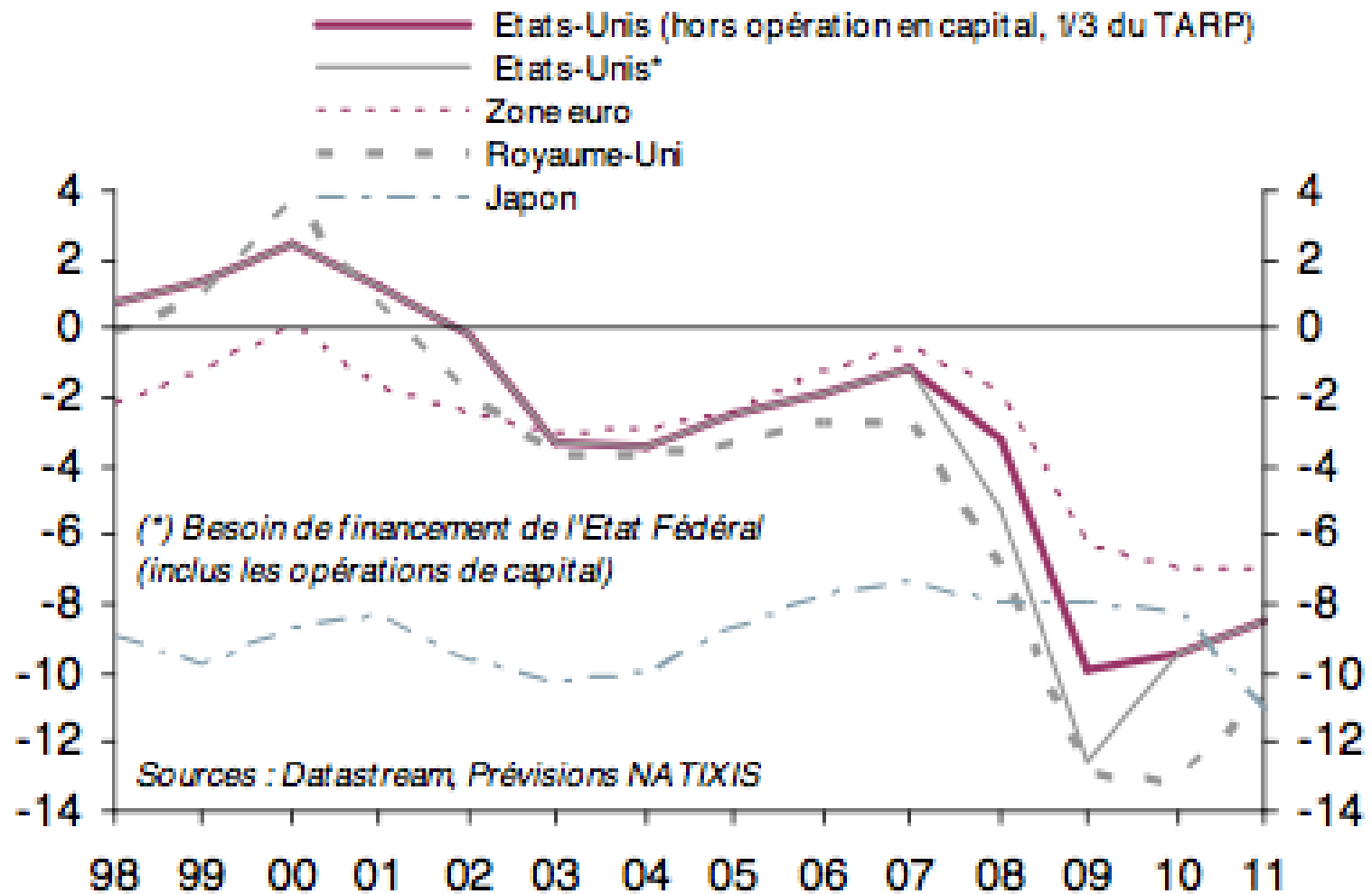
**USA : la loi Dodd-Franck (2010)** : interdiction des opérations de *trading* (spéculation) sur fonds propres = « règle Volcker » à l'horizon de 2014.

### Europe :

a/ **Autorités régulatrices européennes.**

b/ **Bâle III** : le ratio sur fonds propres de base (**core tier-1**) passe à 4,5% + 2,5% de fonds équivalents, **soit 7%** + éventuelle réserve obligatoire jusqu'à 2,5% selon le cycle (avant pour 100 de crédit, il fallait 2 de fonds propres de base et 4 de quasi-fonds propres).

## Déficit public (en % du PIB)



## **B. Aujourd'hui, des contradictions à l'œuvre**

**Des contradictions à l'œuvre : accroître la demande privée *versus* résorber les déficits budgétaires**

Des politiques de résorption de la dette (austérité) risquent d'entraver la reprise de la demande privée et *vice versa* les mesures destinées à assurer la reprise de la demande privée creuserait le déficit.

**Tout dépend de la situation des différents pays.**

**Les pays à fort excédent** de balance commerciale = Allemagne, Chine peuvent mener une politique de réduction de leurs (généralement faibles) déficits budgétaires.

**Les pays avec un très fort déficit public** = R.U., Espagne, Grèce, Irlande n'ont pas le choix étant soumis à une forte pression (Europe, marchés), ils doivent réduire les déficits au risque de la « cruche de la veuve » !

**Les États-Unis** : énorme double déficit, mais peu de risque sur leur dette (monnaie de réserve). Risque de déflation élevé. Ils jouent la carte de l'expansion monétaire, d'un 2<sup>e</sup> plan de relance, de la baisse du dollar.

**Le Japon** : Déjà dans la déflation ! Balance commerciale positive et très fort déficit budgétaire. Pas de solution monétaire, pas de possibilité d'accroître efficacement les déficits. Solution : augmenter les salaires, jouer la consommation interne.

**La France** : situation intermédiaire. Fort déficit, balance comm. déficitaire, écon. ouverte, consom. interne relativement soutenue. Fortement contrainte par les choix allemands.

**La coordination européenne** permettrait une *relance globale* de la zone euro, la hausse des salaires...

Ou du moins *que chacun fasse la moitié du chemin* : austérité pour les pays à double déficit élevé ; relance pour les pays à fort excédent de balance commerciale. Refus de l'**Allemagne** en particulier !

## C. Nécessité d'un soutien de l'activité

### 1. L'endettement public a explosé

Les dettes *cumulées* USA, Japon, zone Euro, RU : + 11.233 milliards \$ entre 2007 et 2010.

### 2. C'est surtout du fait de la crise :

La crise elle-même est largement responsable de la baisse des recettes.

... et de la hausse des dépenses due aux « stabilisateurs automatiques » : chômage, dépenses sociales ...

Les plans de relance = certes un accroissement des dépenses.

Mais en évitant l'approfondissement de la dépression, les « stabilisateurs » et les plans de relance ont évité l'effondrement des recettes fiscales.

### 3. Sans ces politiques, aux USA (art d'A. Blinder et M. Zandi) :

- Pour le PIB, la chute du plus haut au plus bas aurait été de 12% au lieu de 4%.
- Pour le chômage, il aurait atteint 16,5% contre 10%.
- Le chômage américain est « keynésien » (manque de demande), pas (encore) structurel (J. Bradford Delong). Il faut vite lutter contre lui avant qu'il devienne pérenne, comme en Europe.

### 4. Les politiques de soutien restent nécessaires :

Il s'agissait, et il s'agit toujours, **de compenser l'effondrement des dettes privées et les risques de déflation.**

En effet le *désendettement des ménages* se poursuit. Également vrai pour les entreprises.

## 5. Les politiques de relance ont-elles été trop modestes, pas assez durables, mal orientées ?

Les stratégies à mettre en œuvre dépendent *du diagnostic* : ***crise de croissance ou crise du régime de croissance***. Dans ce dernier cas, il faut une stratégie de relance agressive [cf. Paul Krugman ou Martin Wolf (FT/Monde 7.9.10) citant Larry Summers : « lorsque les marchés ont visé trop haut, les politiciens ne doivent pas hésiter, eux aussi, à viser haut »].

## 6. À contre temps, aujourd'hui, la rigueur se généralise

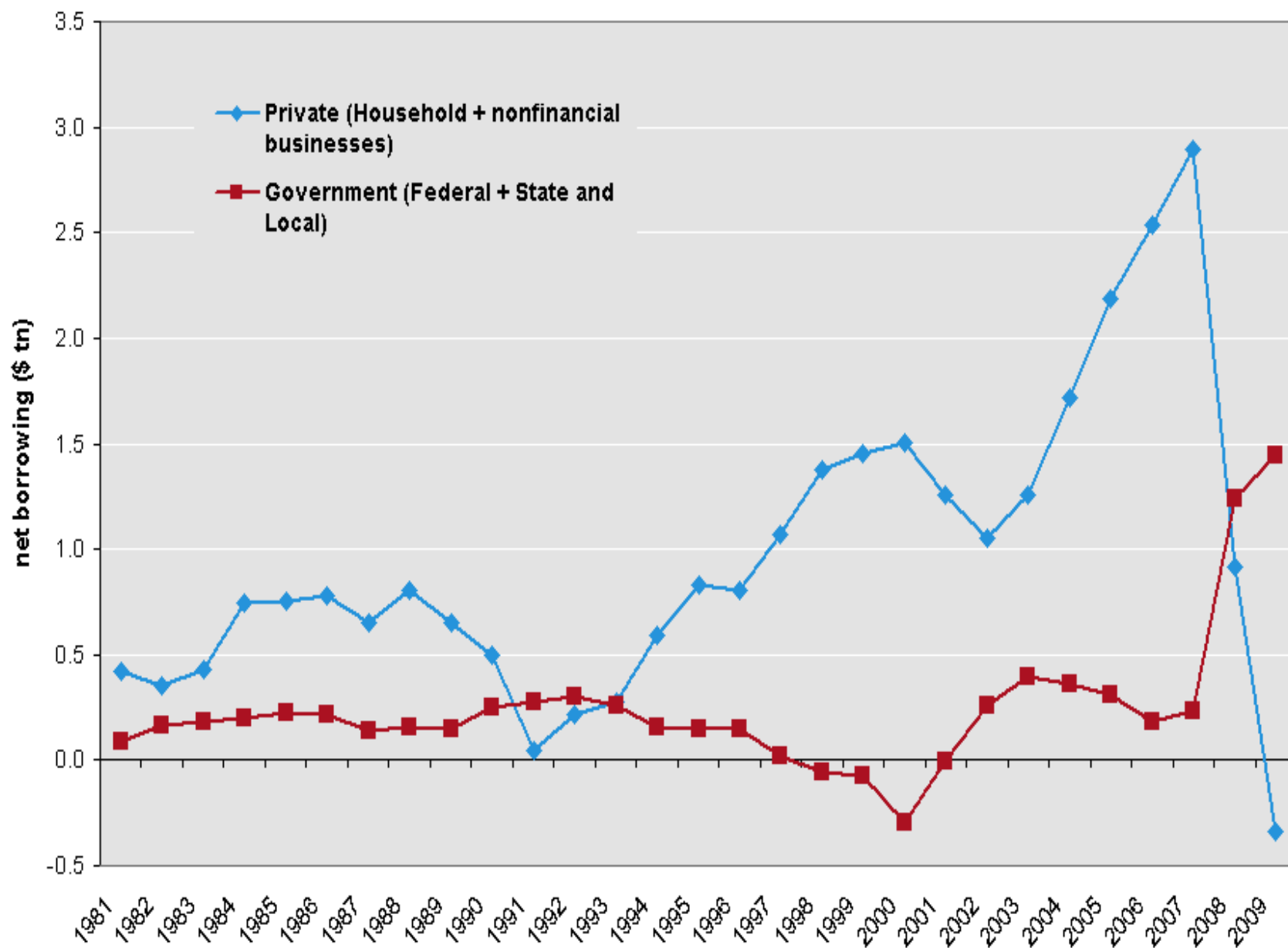
En Europe, surtout dans les pays « périphériques », mais partout, au Japon, même en Chine (lutte contre l'inflation).

Or (FMI, *Perspectives économiques mondiales*, septembre 2010) *en moyenne*, un effort de rigueur de 1% du PIB induit une diminution de 0,5% (en 2 ans) du taux de croissance et un accroissement du taux de chômage de 0,3% .

**Et** « la **contraction de l'activité** peut être *plus de deux fois plus forte* ... lorsque les banques centrales ne sont pas en mesure d'abaisser leurs taux d'intérêt, et lorsque l'ajustement budgétaire est simultané dans tous les pays ».

*Or tel est le cas.*

## Private and Public Net Borrowing



Source: Federal Reserve Flow of Funds



## D. La politique monétaire, sa nécessité, ses limites

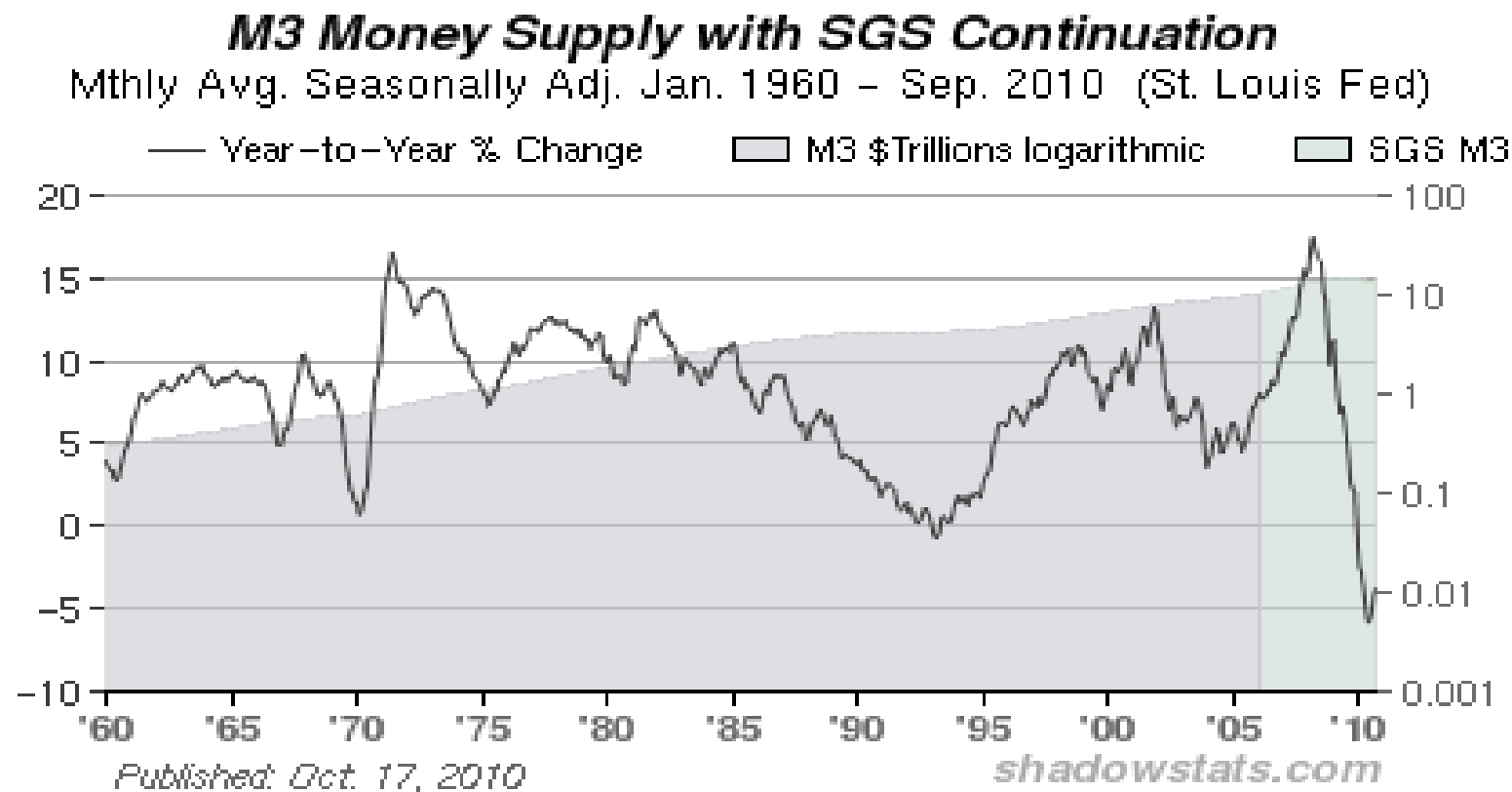
- Lorsque les taux directeurs sont à zéro ... on ne peut les baisser !
- Limites de la politique de « *quantitative easing* » des banques centrales :
  - Nécessaire s'il s'agit de créer un *choc* positif de liquidité dans la crise.
  - Nécessaire lorsque les taux sont nuls et qu'il y a un risque de déflation.
  - **Mais les moyens monétaires de la lutte contre la crise risquent de produire les conditions de la future crise** : la sur-crédation monétaire a produit la crise financière, via les bulles... Le « *quantitative easing* 1 et 2 » de Ben Bernanke risque d'inciter à des prises de risque, des effets de levier trop importants, de recréer les futures bulles.
- De fait, une course contre la montre entre un risque de déflation de la dette et le remède par la création de monnaie : *comme la baignoire se vide et surtout risque de se vider brutalement, on ouvre grand les robinets au risque de la faire déborder.*
- Et il faut aller vite car, une fois la déflation enclenchée, il n'y a pas de retour facile en arrière !

***En outre le risque est la trappe à liquidité*** (Keynes) : les liquidités injectées sont *thésaurisées*, en particulier par les banques (elles augmentent leurs réserves mais pas les crédits).

Le problème : il n'y a pas d'emprunteurs ! Cela ne sert à rien de remettre de la liquidité si les agents ne veulent pas emprunter.

Ou ne le font que pour la spéculation ...

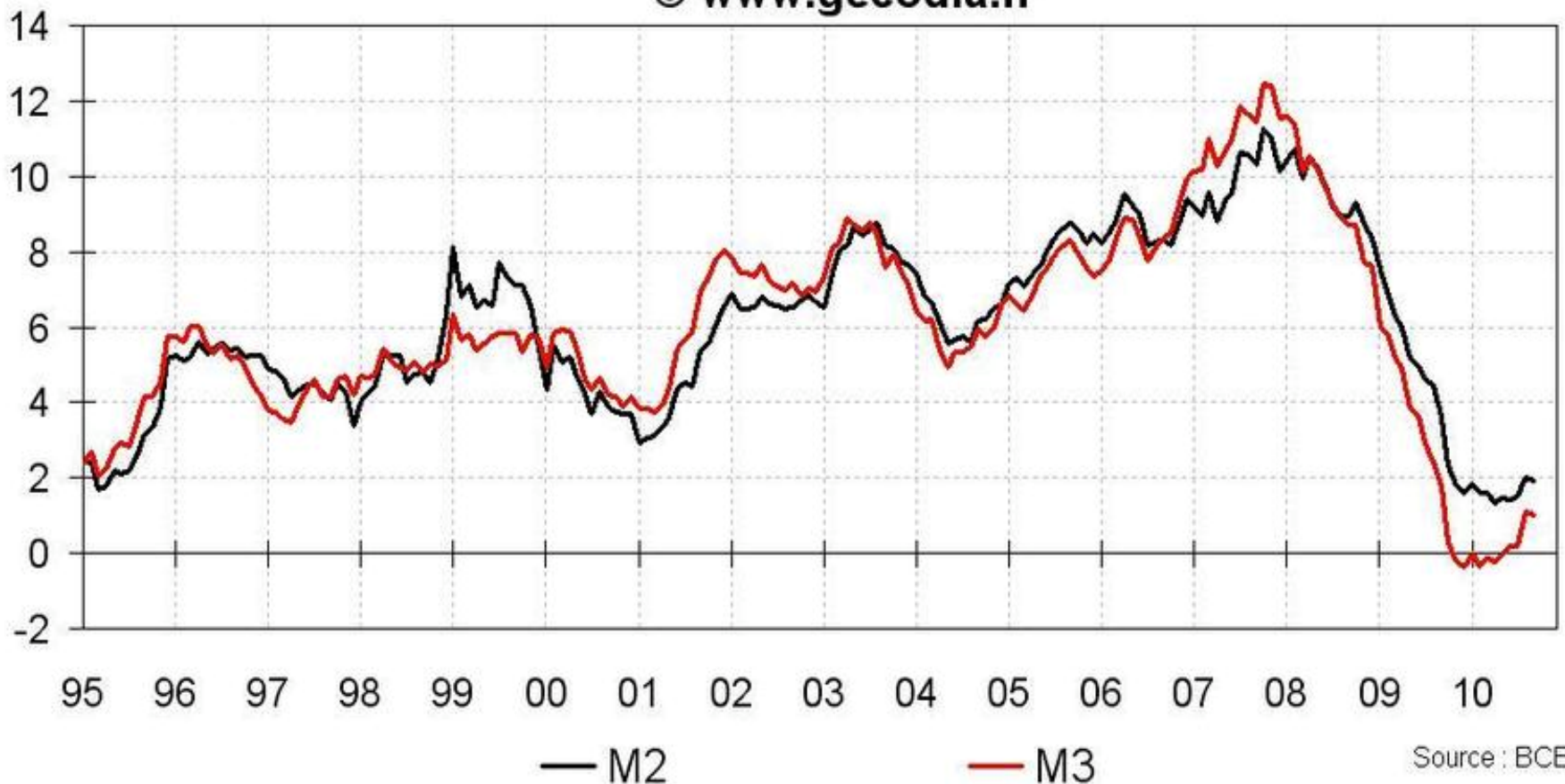
# La déflation : l'effondrement du taux de croissance de M3



# Déflation en zone euro : M2, M3

**Agrégats monétaires en zone euro, variation sur un an (%)**

© www.gecodia.fr



## E. Réglementer

- **Bâle III est trop modeste** si l'on veut « casser » la spéculation (la Suisse vient de passer à 10% pour UBS et Crédit suisse, il faudrait monter à 20% selon Martin Wolf), et trop progressif : jusqu'en 2019 (les banques devraient anticiper).  
Les calculs des banquiers sur le coût de Bâle III sont discutables (cf. BRI). C'est une *assurance* contre les risques qui réduira les rendements exigés par les actionnaires (théorème de Modigliani-Miller).
- **« La règle Volcker » est insuffisante** : un nouveau *Glass Steagall Act* est nécessaire.  
Pas de véritable mécanisme de surveillance des risques de crise systémique (fragmentation des agences de régulation fédérales et locales).  
Risque de **détournement par filiarisation**, hedge funds.  
À cause du « to big to fail » et de l'aléa moral qui s'ensuit, de pouvoir exorbitant des grandes banques, il faut la mise en œuvre d'une **réglementation contre le gigantisme** des banques, des lois anti-trust spécifiques .
- **Le pouvoir de supervision des banques centrales** : le contrôle sur les banques doit être mis en œuvre rigoureusement.
- Taxer les profits, interdire ou taxer les rémunérations exceptionnelles.

## F. Comment agir sur la répartition ?

1. La seule politique efficace de sortie de crise serait une **reflation salariale** entre 15% et 25%.
2. Mais l'importance du **chômage** interdit de telles hausses (sauf exception : Allemagne).
3. L'État pourrait agir directement **sur les rémunérations directes** :
  - Action sur les bas salaires : création ou accroissement du salaire minimum.
  - Les salaires des fonctionnaires.
  - Fixer à des niveaux rémunérateurs les prix des denrées agricoles.
  - Réglementer les rémunérations les plus élevées.

Cette stratégie serait particulièrement nécessaire au Japon où la déflation est ancienne.

Mais **cette stratégie n'a guère de chance** :

- Difficile dans une situation de capitalisme mondial dérégulé.

- Cela supposerait une action coordonnée en Europe.

- Absence d'une « internationale syndicale » efficiente.

Seuls certains émergents (la Chine) pourraient (devraient) « jouer » le marché intérieur.

#### 4. Agir par les transferts publics : la **fiscalité**

- Baisses d'impôt sur les catégories pauvres et modestes.
- Mise en place d'une progressivité de l'impôt direct adaptée à la répartition actuelle : de nouvelles tranches au sein du dernier décile.
- Fiscalité sur le capital et les revenus du capital :
  - Maintien de l'ISF (efficacité d'un impôt qui sanctionne les investissements improductifs car assis sur le capital).
  - Accroissement des impôts sur les grosses successions.
  - Fin des *cédules* : les revenus du capital taxés comme les revenus du travail.
- Fiscalité « carbone » (cf. M. Aglietta) aux effets compensés pour les catégories pauvres et modestes.

## G. Les stratégies égoïstes, leur risque

Des solutions « hobbésiennes » de guerre de tous contre tous.

Les **stratégies non coopératives** type « voyageur sans billet » sont le risque principal = la pire des solutions pour tous.

### **1. La stratégie exportatrice par la rigueur.**

Freinage des dépenses de consommation des ménages et restrictions des dépenses publiques.

Pour dégager un surplus exportable.

Jouable pour les pays à capacité exportatrice (Allemagne).

### **2. Les dévaluations compétitives ou la guerre des monnaies : “*beggar my neighbour policies*”.**

### **3. Le protectionnisme et le « *dumping* » fiscal, social.**

### **4. Attirer les entreprises étrangères par des impôts sur les bénéfices des sociétés quasi-nuls (exemple de l’Irlande) et des subventions.**

# Conclusion

## Peut-on retrouver le chemin de croissance antérieur ?

À moyen terme, il y a plusieurs hypothèses (M. Aglietta) :

H1 = **Comblé le manque à gagner** de la crise rapidement en revenant sur l'ancien chemin de croissance.

H2 = **Retrouver un chemin de croissance à même taux, mais à un niveau inférieur.**

H3 = Retrouver un chemin de croissance à **plus faible pente.**

- **Les H 1 et 2** supposent que se retrouvent **les ressorts de la dynamique précédente** : le régime de croissance ne serait pas atteint.

**La différence entre elles** tient au caractère plus ou moins puissant, rapide et durable de la reprise.

L'analyse des récessions précédentes montre que **H1** est une situation exceptionnelle. Le caractère « mou » de la reprise américaine, européenne et japonaise conduit à rejeter cette hypothèse.

**H2** suppose que le régime de croissance ne soit pas atteint, que le capitalisme financier retrouve son dynamisme, avec bulles, effets de levier « comme avant », prises de risque.

**Possible : mais une nouvelle crise dans les six ans à venir.**

- **H3** suppose, après une brève et modeste reprise, *une asthénie du régime de croissance antérieur* (confiance durablement atteinte ...).
- À terme, mise en œuvre d'un nouveau *paradigme productif* dans la dépression longue.



