



LA CRISE : QUELLE CRISE ?

**Comment ? Pourquoi ?
Jusqu'à quand ?**

Apex
17, bd Poissonnière
75002 Paris
Tél. 01 53 72 00 00
www.apex.fr
info@apex.fr

Quatre clés pour comprendre et anticiper

1. La crise : comment ?

Des *subprime* américains à la crise globale en passant par la finance mondiale

2. Retour en arrière : d'où vient cette crise ?

Après les 30 (pas si) « glorieuses », les 30 (vraiment) « déferlantes » : l'âge d'or du profit et de la finance

3. La crise : pourquoi ?

Suraccumulation de profits et de capitaux en quête d'hyper rentabilité financière

4. Quelles conséquences ?

La crise est loin d'être finie ; elle ne fait que commencer

La crise : comment ?

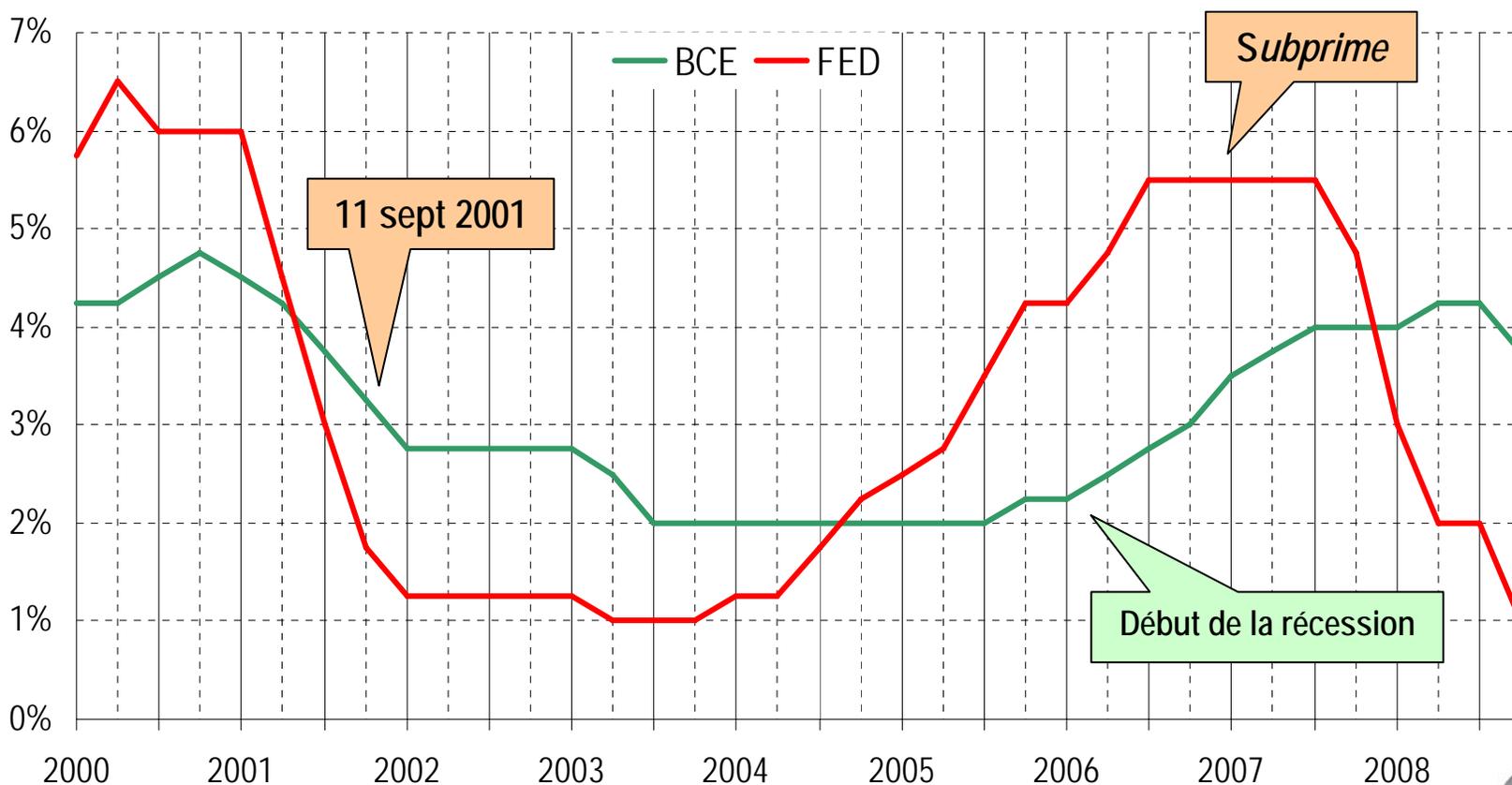
**Des *subprime* américains
à la crise globale
en passant par la finance mondiale**

Quand le bâtiment va, tout va

- **Boom immobilier des dernières années aux USA**
- **Augmentation rapide des prix (hors inflation, doublement de 1997 à 2006)**
- **Crédits consentis à une clientèle peu ou pas solvable (*subprime*) : 1 300 Md \$ en juillet 2007**
 - Sans apports ni garanties
 - Emprunts gagés sur le bien acheté (hypothèque)
 - Avec rechargement du crédit sur la valeur du bien, des échéanciers longs et un début sans intérêts
- **Des taux délibérément bas mais variables**

Taux d'intérêt : faibles de 2001 à 2005 aux USA puis remontée en flèche jusqu'à la crise

Taux d'intérêt directeur des banques centrales (BCE et FED) en %



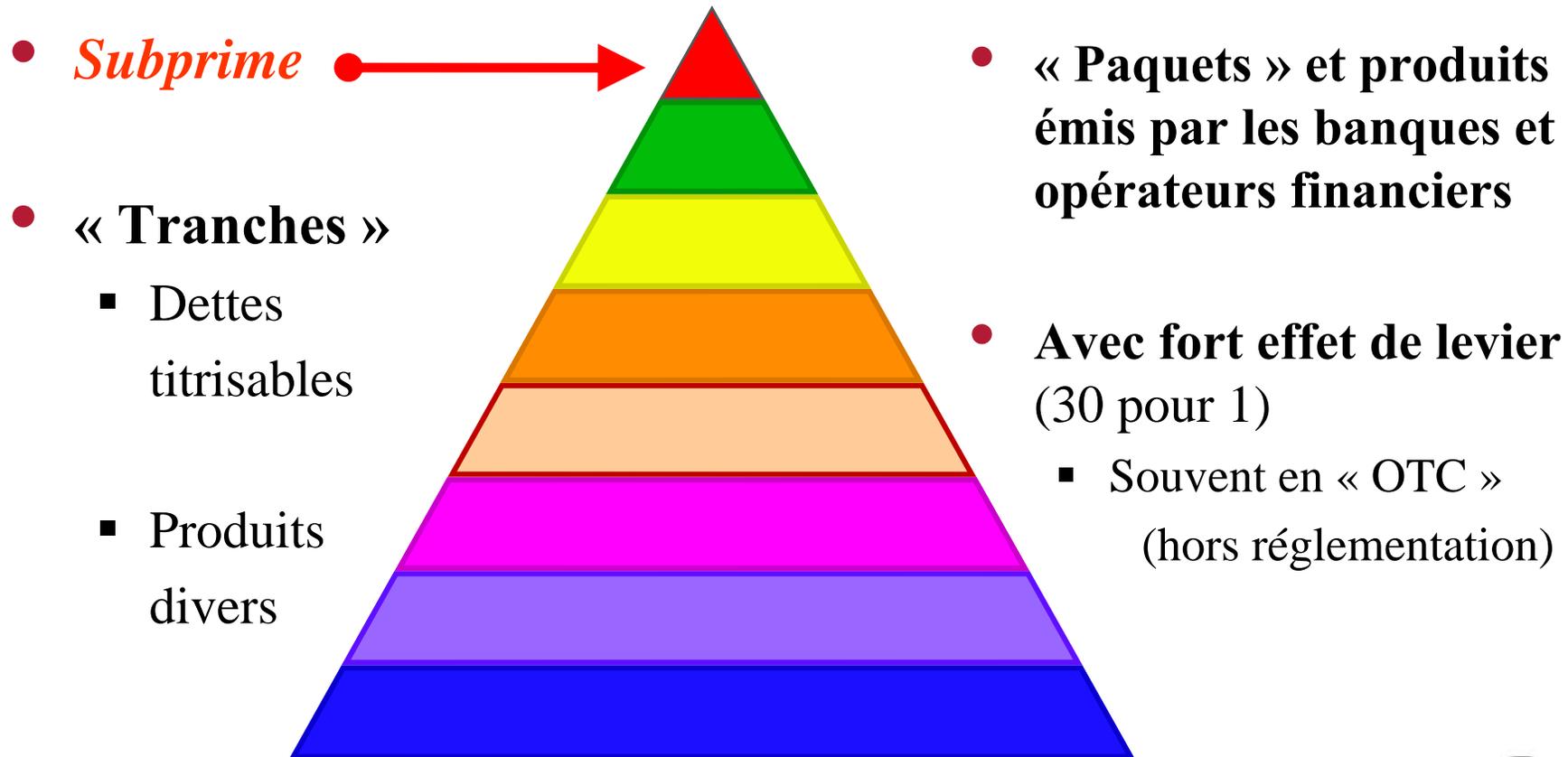
Quand le marché se retourne, rien ne va plus

- **Retournement du marché immobilier US fin 2005**
 - **Augmentation des taux d'intérêt avec le ralentissement immobilier et économique**
 - **Défaillances de remboursements en cascade**
 - **Taux poussés à la hausse par le risque**
 - **Et tarissement parallèle du crédit**
- ▶ **À lui seul le *subprime* ne fait pas la bulle : mais il est bien collé dedans !**

La maladie des *subprime* tourne à l'épidémie

- **Magie de la finance : les dettes deviennent des titres négociables comme d'autres (titrisation)**
 - **Dettes découpées en tranches** par catégorie, par type de risque, par maturité, etc.
 - **Produits financiers de plus en plus complexes**
« compactant » des types de crédit (*subprime*, crédits conso, prêts divers, obligations, etc.)
 - **Risques de plus en plus disséminés et difficilement traçables**
 - Souvent marchés de gré à gré (dits « OTC »)
 - Avec effets de levier (sans mise importante au départ)
- ▶ **Presque tous les produits financiers sont contaminés : la finance mondiale a la fièvre !**

Subprime : seulement la pointe de l'iceberg



Les bons docteurs connaissaient pourtant la virulence du mal !

- **Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne (BCE) en janvier 2007 :**
« Il y a maintenant une telle créativité en matière de nouveaux instruments financiers très sophistiqués que nous ne savons pas où sont les risques »

Financial Times, 29 janvier 2007

La fièvre assèche la circulation des liquidités

- **La défaillance du *subprime* entraîne la méfiance sur les produits qui en renferment... et sur d'autres (dont la composition est opaque)**
- **Les banques ne veulent plus prêter à d'autres banques : crise de liquidités interbancaires**
- **Les investisseurs se retirent, forçant au dénouement précipité des opérations**
- **Les prix des transactions chutent**
- **Les pertes subies sur des contrats hors bilan reviennent au bilan (dépréciation des actifs, amputation des fonds propres)**
- **Les besoins de capitaux bancaires explosent**

Résumé : les ressorts de la crise financière

- **Accumulation de positions de marché et de produits financiers par les banques (ABS, CDO, CDS, etc.)**
 - Mesure non réglementée du risque (modèles maison type VAR ou stress scenarios, basés sur le passé prospère)
 - Volonté de vite rentabiliser leurs fonds propres (*trading*)
 - Rentabilité élevée, commissionnement, bonus, etc. : « *Pile je gagne ; face, tu perds* »
- **Perte de valeur des actifs de crédit structurés gérés par les banques en titres ou en compte propre (ex récent : la CNE)**
- **Fonds propres insuffisants pour couvrir le choc**
 - Amputés par la valeur de marché
 - Evaporation boursière et nécessité de recapitalisation

2007-2008 : la récession pointe

- **Perte généralisée de confiance dans les perspectives économiques**
- **Défiance envers les capacités bénéficiaires des entreprises**
- **Effondrement des Bourses** (-50% sur les places, soit 25 000 Md € de perte de capitalisation boursière)
- **Restriction des crédits sur fond de crise des liquidités déjà patente**
- **Consommation des ménages et investissement des entreprises tirés à la baisse** (nourrissant le ralentissement général)

Une crise américaine, donc mondiale

- **La crise éclate aux USA, 1^e puissance économique et financière**
- **Elle se propage par les canaux électroniques instantanés de la financiarisation mondialisée**
- **Elle entre en phase avec un ralentissement économique et une récession qui en font une crise globale et mondiale**
- ▶ **Financière, bancaire et économique (systémique) c'est sans doute la crise la plus grave depuis 1929**

Retour en arrière : d'où vient cette crise ?

**Après les 30 (pas si) « glorieuses »,
les 30 (vraiment) « déferlantes » :
L'âge d'or du profit dopé par la finance**

Retour sur 30 ans en 3 points

- **Après l'expansion de l'après-guerre, les années 70**
 - Rapport de forces favorables aux salariés (pouvoir d'achat, emploi, protection sociale)
 - Effritement des profits et de la productivité ; maturité des grandes technologies
- **Les années 80 : le tournant libéral**
 - Reagan, Thatcher font partout des émules
 - Politiques de déréglementation généralisée et premières grandes défaites sociales
- **Les années 90 et 2000 :**
 - Mondialisation marchande et globalisation financière
 - Extension des marchés à l'Est, en Chine, etc. et aussi par privatisation des services publics

Les années Reagan, Thatcher & Co

- **Moyens : revenir sur les acquis et conquêtes de la période précédente**
 - Modifier le partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés
 - Abaisser le coût du travail et hausser la productivité
 - Faire sauter les verrous de la protection sociale
 - Politique fiscale en faveur des hauts revenus
- **But : élargir le champ d'action économique, social et géographique du profit**

Les années Bush & Co : l'âge d'or du profit et de la finance

- **Envol des profits et des cours boursiers**
- **Déréglementation financière**
 - Multiplication des sociétés financières non réglementées, à côté des banques (elles-mêmes concentrées)
 - Gonflement de l'industrie financière et des produits risqués, complexes, opaques et donc dangereux
 - Absorption et auto alimentation des capitaux et liquidités abondantes par les circuits financiers
- **Essor de la consommation par endettement**
- **Creusement des déficits US** (commercial : 700 Md \$ en 2008)
 - Couverts par les émissions de Bons du Trésor US
 - Par les placements des économies dites émergentes (BRIC : Brésil, Russie, Inde, Chine et d'autres ...)

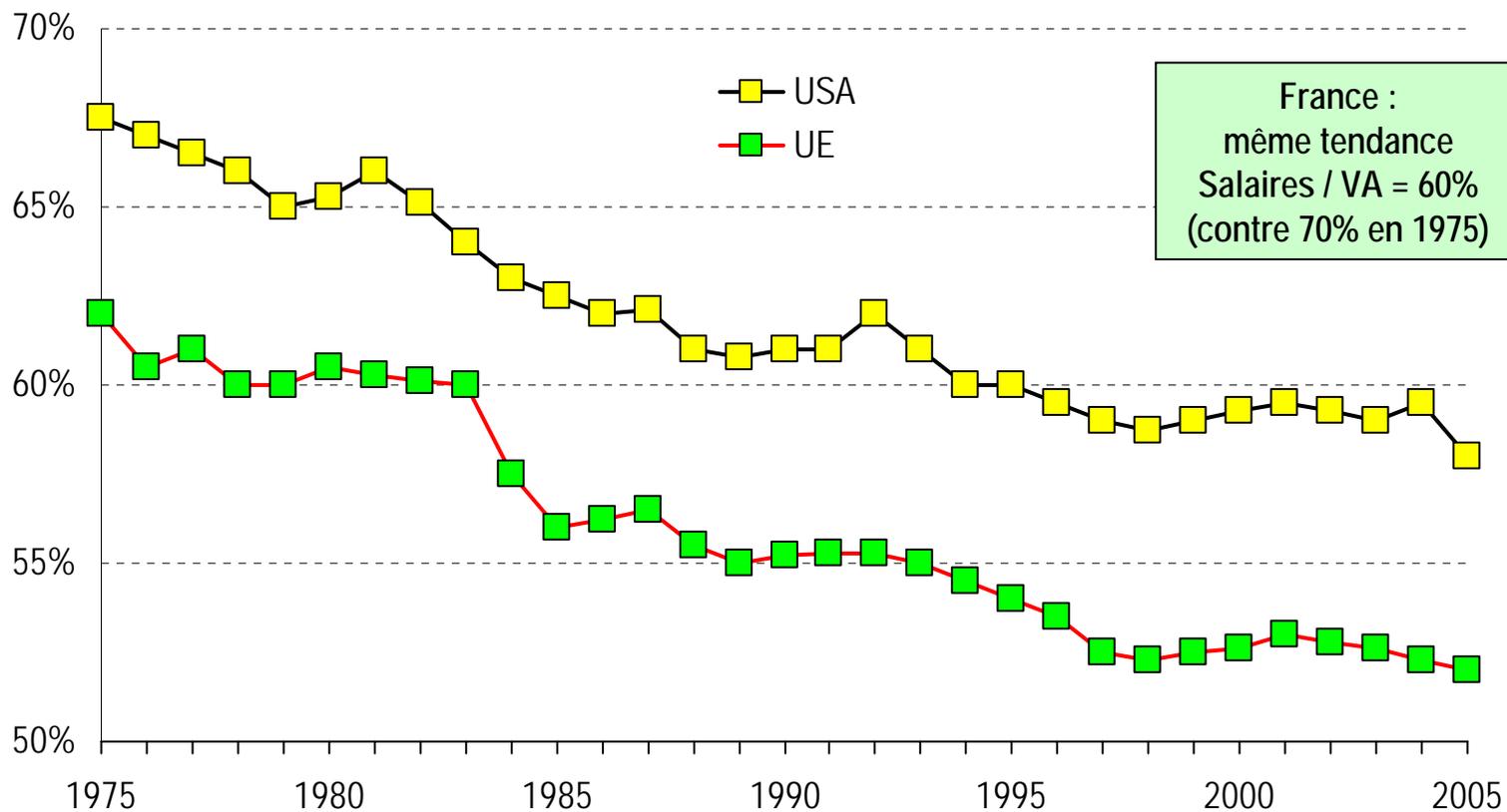
Nouveau modèle, nouveaux leviers

- **Transfert considérable de richesse produite**
 - Restriction de la part salariale dans la VA
 - En même temps que des gains de productivité
- **Ponction de l'épargne (surtout aux USA)**
- **Soutien de la consommation (et de l'investissement) par l'endettement (via des taux d'intérêt faibles) titrisable**
 - Endettement des ménages aux USA par exemple : 62% du revenu disponible en 1975
 - 127% en 2006 (x 2), palliant la baisse de pouvoir d'achat
- **2003 à 2006 : +22% de travailleurs pauvres (aux revenus inférieurs à la moitié du salaire médian) dans le monde**

Part des salaires dans le PIB : - 10 points

Transfert de richesse estimé : 20 000 Md €

Part des salaires dans le PIB (USA et Union européenne)



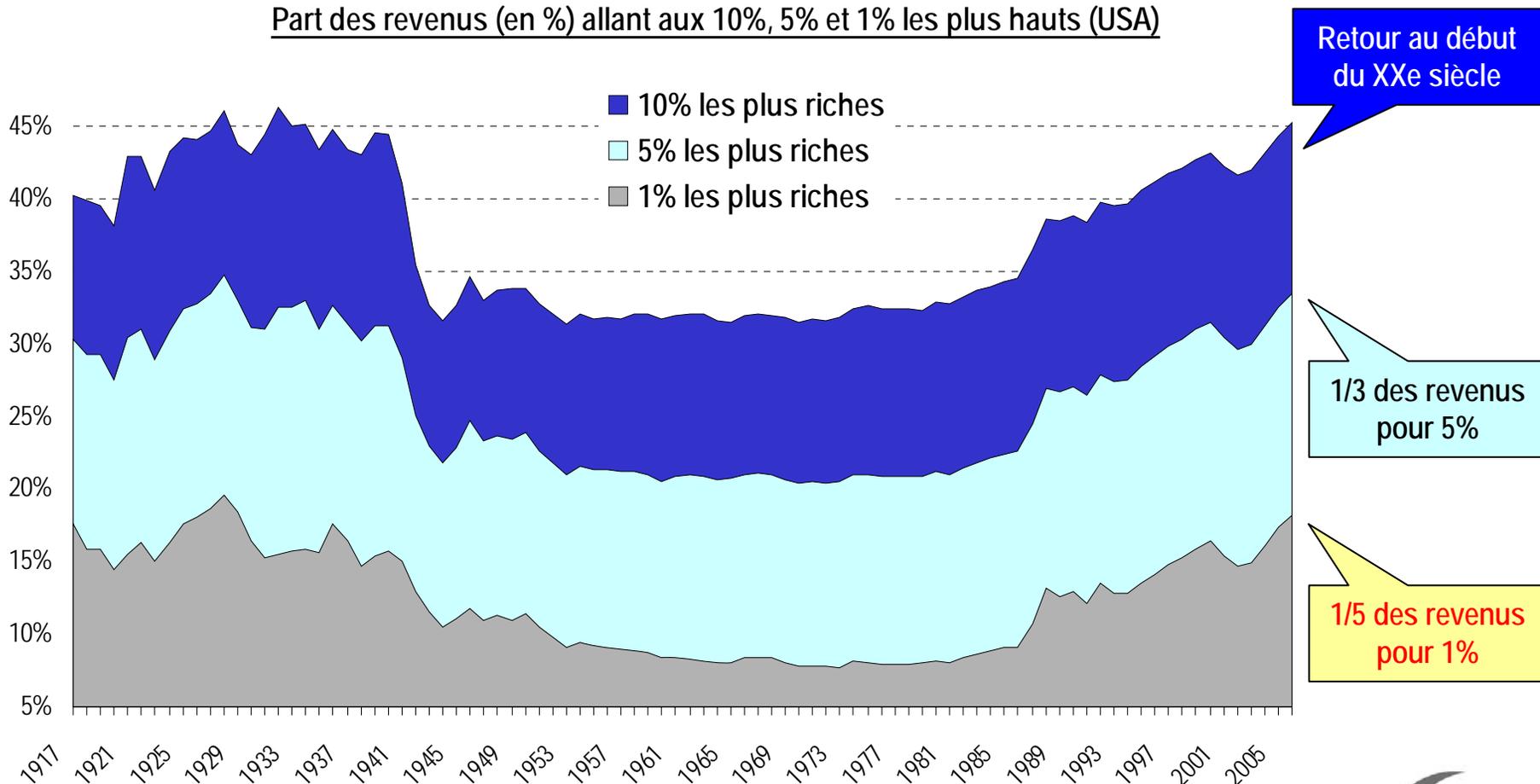
France :
même tendance
Salaires / VA = 60%
(contre 70% en 1975)

Source : Dew-Beker & Gordon, Base de données Ameco (Com. européenne)



Répartition de plus en plus inégalitaire : 45% des revenus pour les 10% les plus riches

Part des revenus (en %) allant aux 10%, 5% et 1% les plus hauts (USA)



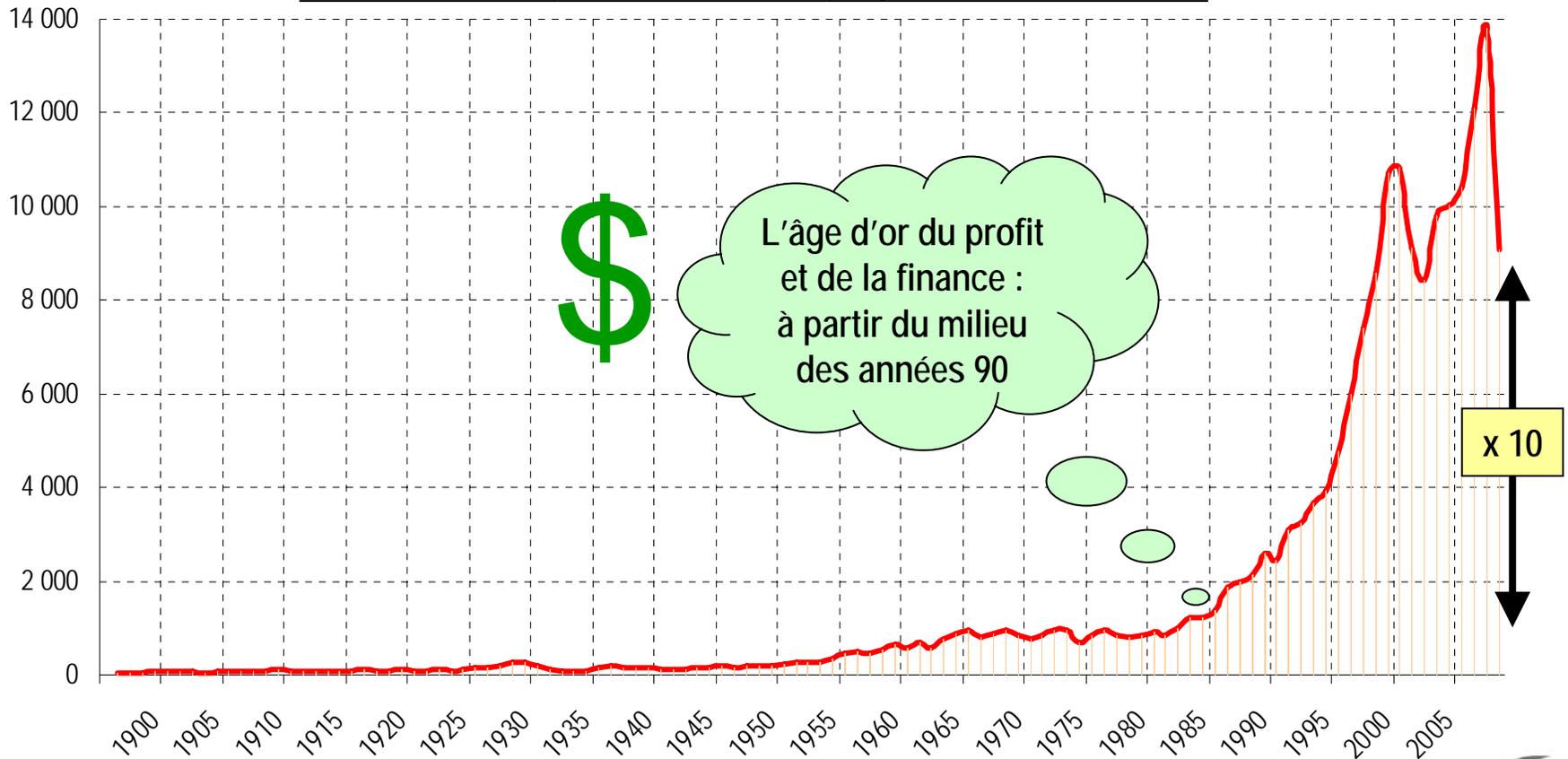
Source : E. Saez, *Striking It Richer* ; données fiscales USA, Univ. of California

La période n'est pas un long fleuve tranquille : crises et soubresauts

- **Choc pétrolier 1972-73 et récession 1973-75**
 - **Crise de la dette de l'Amérique latine 1982**
 - **Krach boursier 1987, puis récession 1993**
 - **Crise financière de l'Asie 1997, de la Russie 1998**
 - **Eclatement de la bulle internet 2001**
 - **Crise globale 2007-2008**
- ▶ **Des crises de plus en plus rapprochées et profondes**

Dans la longue durée : la Bourse de New York revient au niveau de 2000 (soit x 10 depuis 1970)

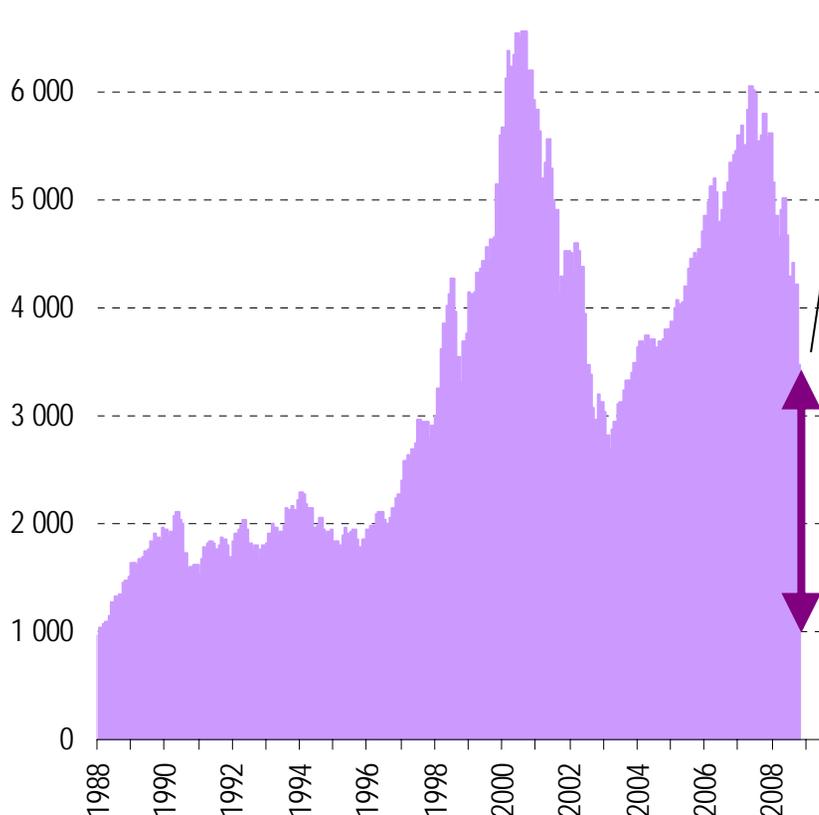
Indice Dow Jones (Bourse de New York) depuis sa création en 1896



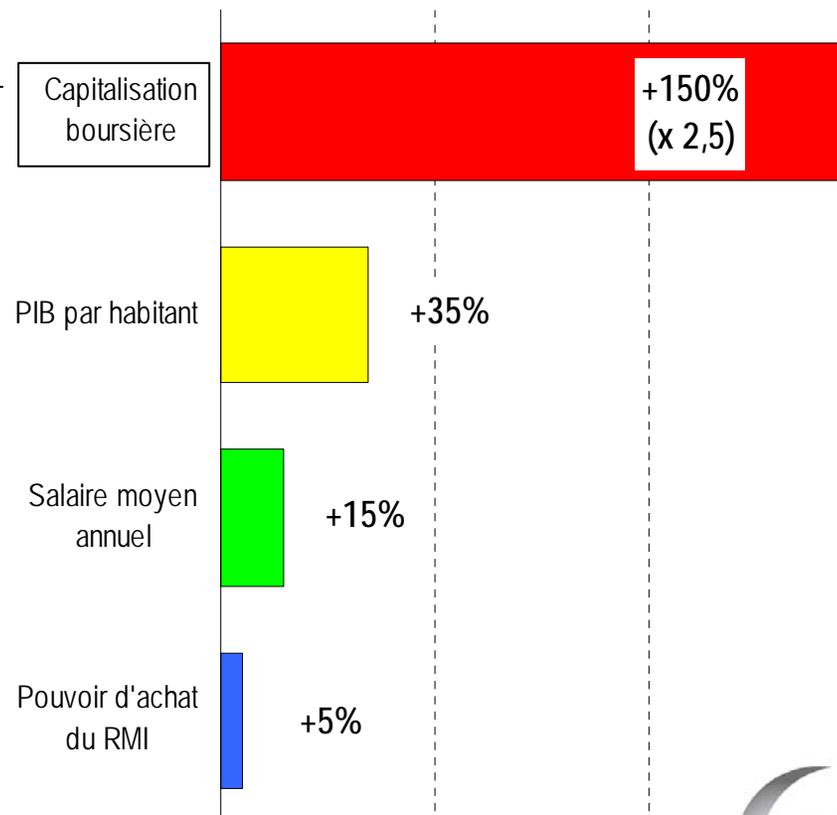
Source : Index Dow Jones (Industrial Average : DJIA, moyennes annuelles)

En 20 ans la Bourse de Paris s'envole mais pas la production ou les rémunérations

Indice CAC 40 (moyenne mensuelle)
depuis sa création (1988)



Evolution des indicateurs
(hors inflation) 1988-2008



Source : Euronext, données et calculs J. Gadrey (un. Lille 1)

La crise : pourquoi ?

**Suraccumulation de profits et de capitaux
en quête d'hyper rentabilité financière**

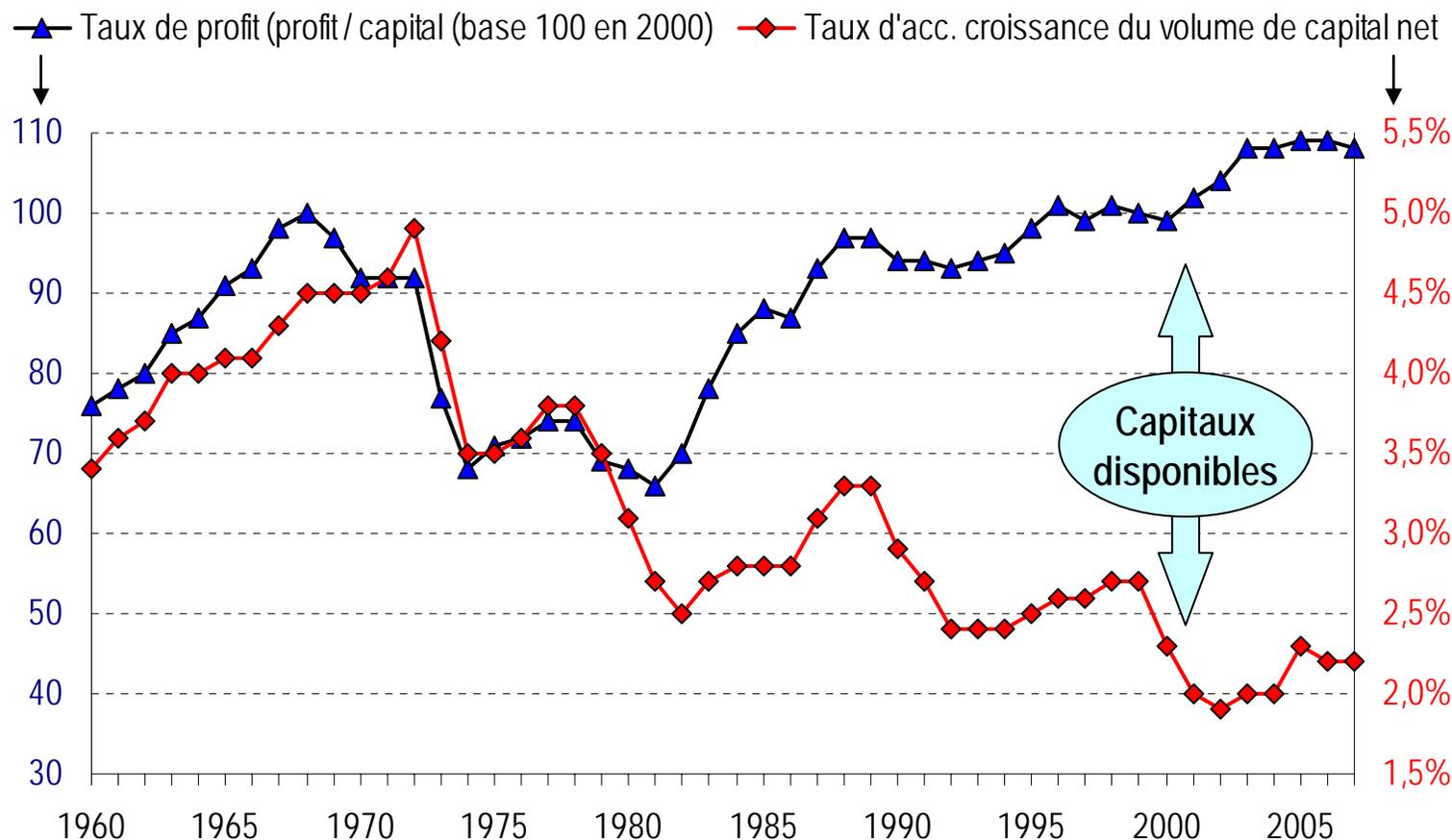
Discordance entre profit et investissement dans les grands pays industriels

- **Aux USA, en Europe et au Japon de 1960 à 2006**
 - Creux du taux de profit dans les années 70
 - Reprise accélérée dans les années 80
 - Nouvel essor dans les années 2000
- **Mais l'investissement matériel diverge**
 - Il suit les profits jusqu'au début des années 80
 - Tend à ralentir depuis
 - Il progresse de +2% par an depuis 2000 contre +4% en moyenne dans la période précédente

► **Où vont donc les profits accumulés ?**

Profits en croissance mais non réinvestis

Taux de profit (en indice) et d'accumulation (investissement) USA + Europe + Japon

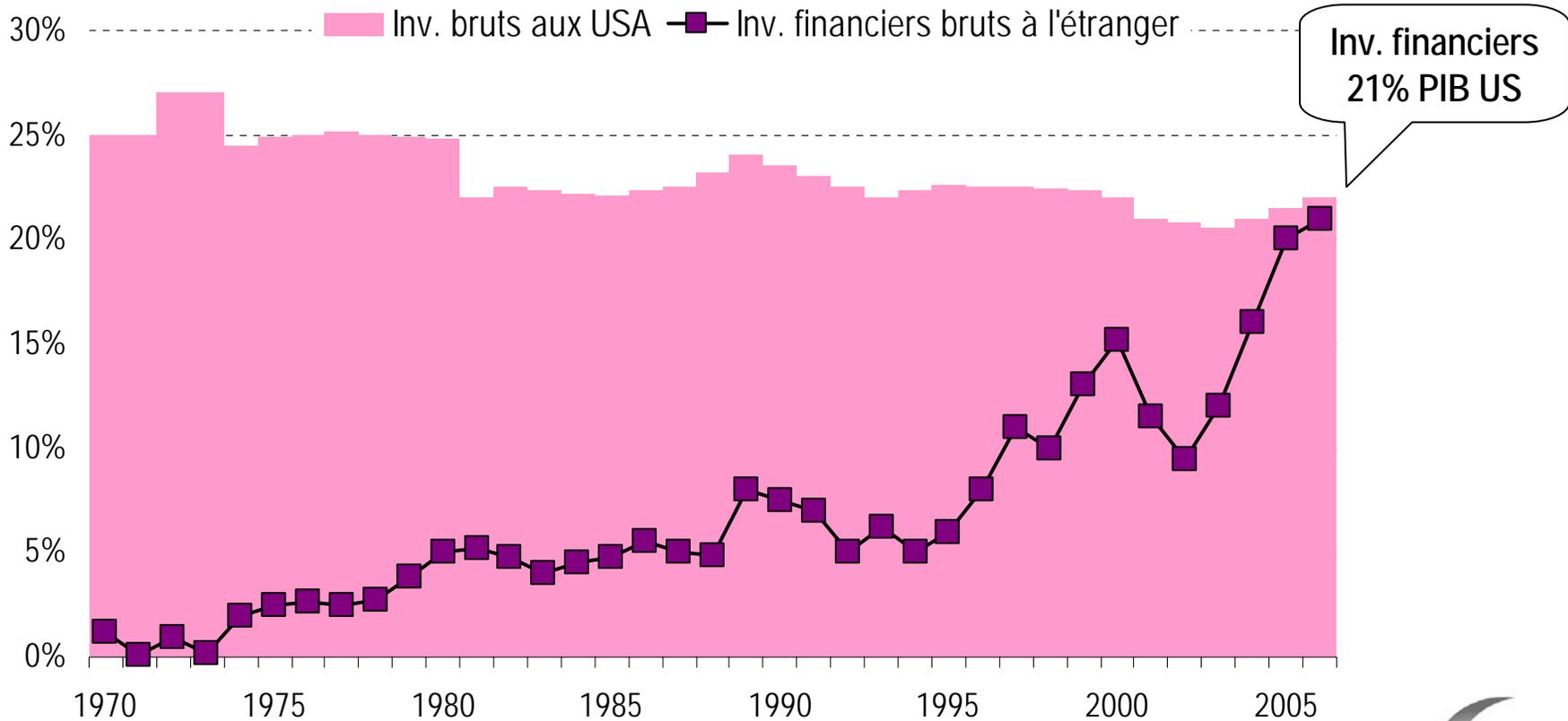


Capitaux disponibles

Source : Données FMI et Ameco (com. européenne) traitées par M. Husson

Si les investissements matériels freinent, les investissements financiers s'envolent

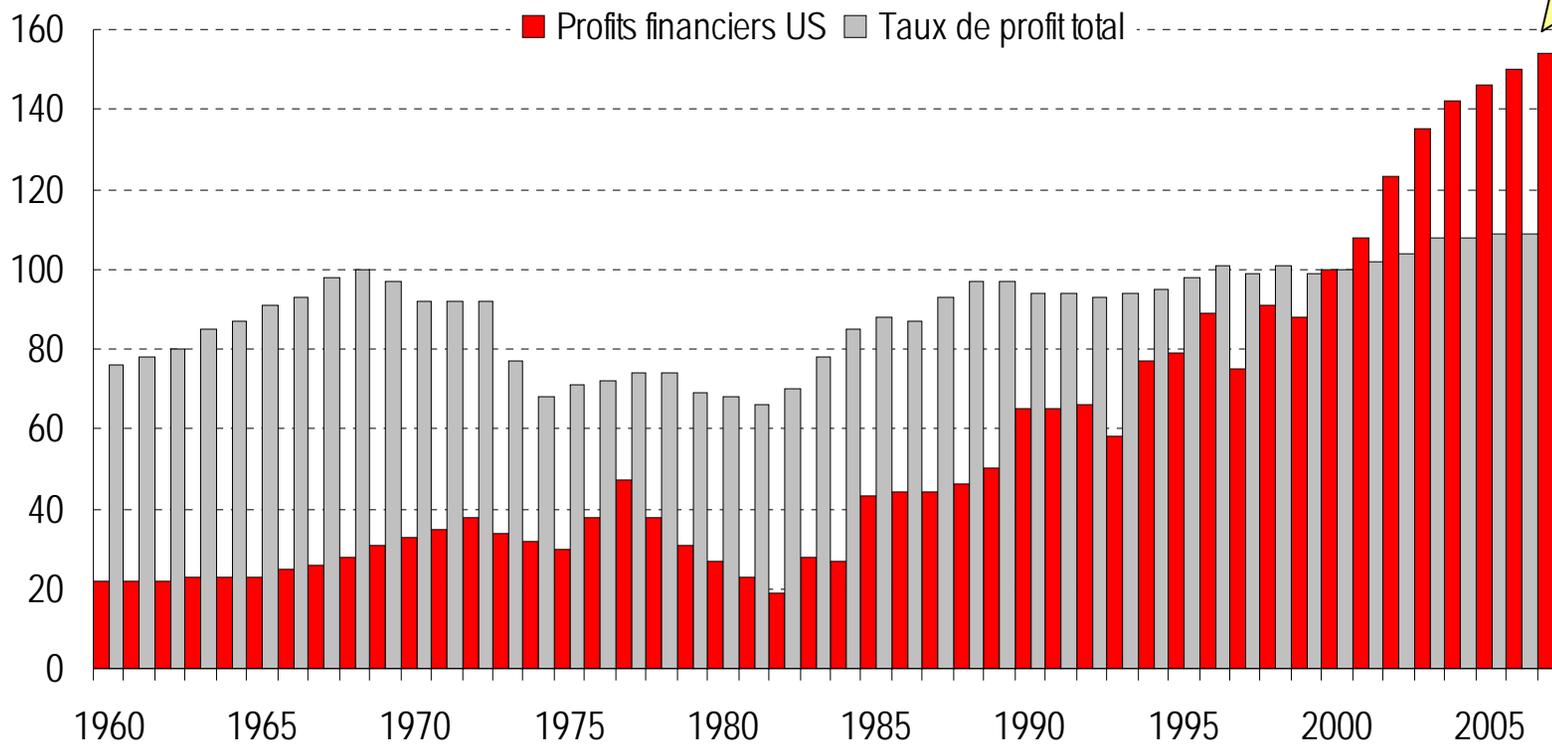
Investissements bruts aux USA et financiers à l'étranger (en % du PIB)



Source : Données ONU

Et les profits des sociétés financières avec ...

Rentabilité (profit/capital) USA + Europe + Japon et profits des groupes financiers US (indice 100 en 2000)



200 Md \$ en 2006

Source : Données FMI, Ameco (com. européenne), NIPA (BEA, Trésor USA), J. Crotty Un. of Mass.

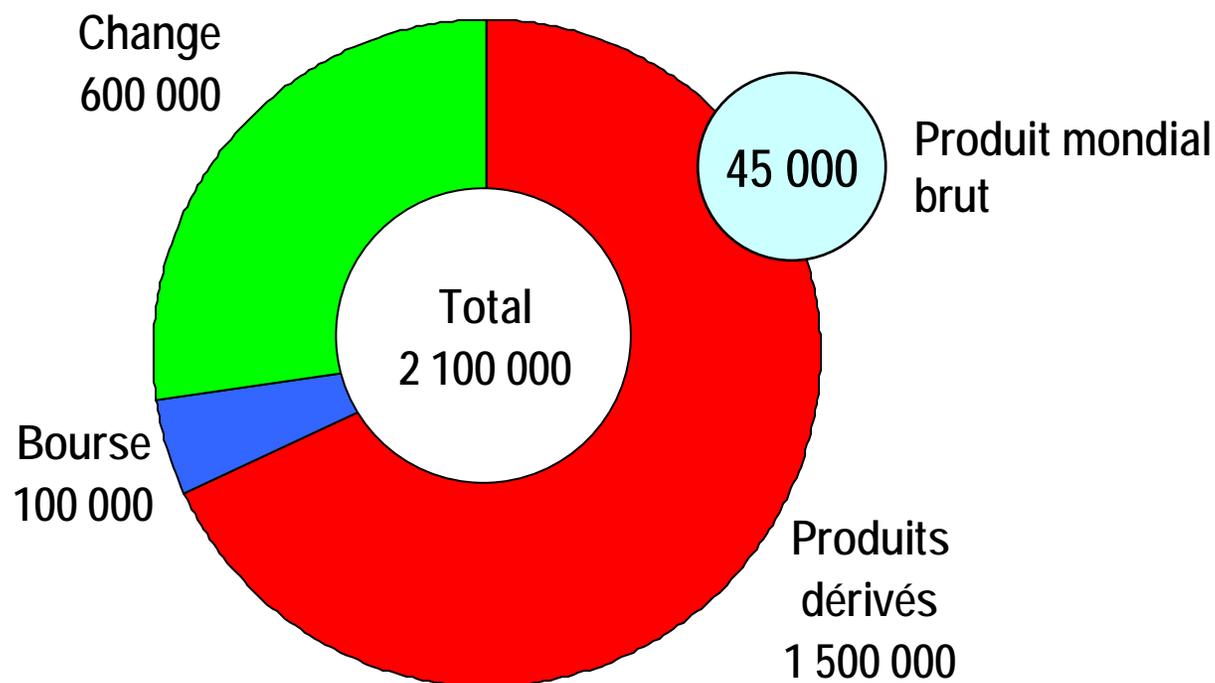


Capitalisme financier : un parasite sur un corps sain ?

- Les profits accumulés sur la période (dont ceux des banques) cherchent un rendement maximal
- La déréglementation financière fournit le canal, internet et l'informatique l'outil « *pour faire de l'argent avec de l'argent* »
- Les objectifs de rentabilité à *court terme* s'alignent sur ceux de la finance (ROE cible à 15% minimum par exemple)
- Cette concurrence raréfie les cibles d'investissements productifs jugées rentables
- Ce qui dégage en retour des capitaux libres en quête d'hyper rentabilité dans la finance
- ▶ **La crise est bien celle d'une suraccumulation de capitaux et de liquidités sur fond de ralentissement économique**

À l'apogée des marchés financiers (2006) près de 50 fois le PIB mondial en transactions

Transactions interbancaires 2006 (en Md \$)

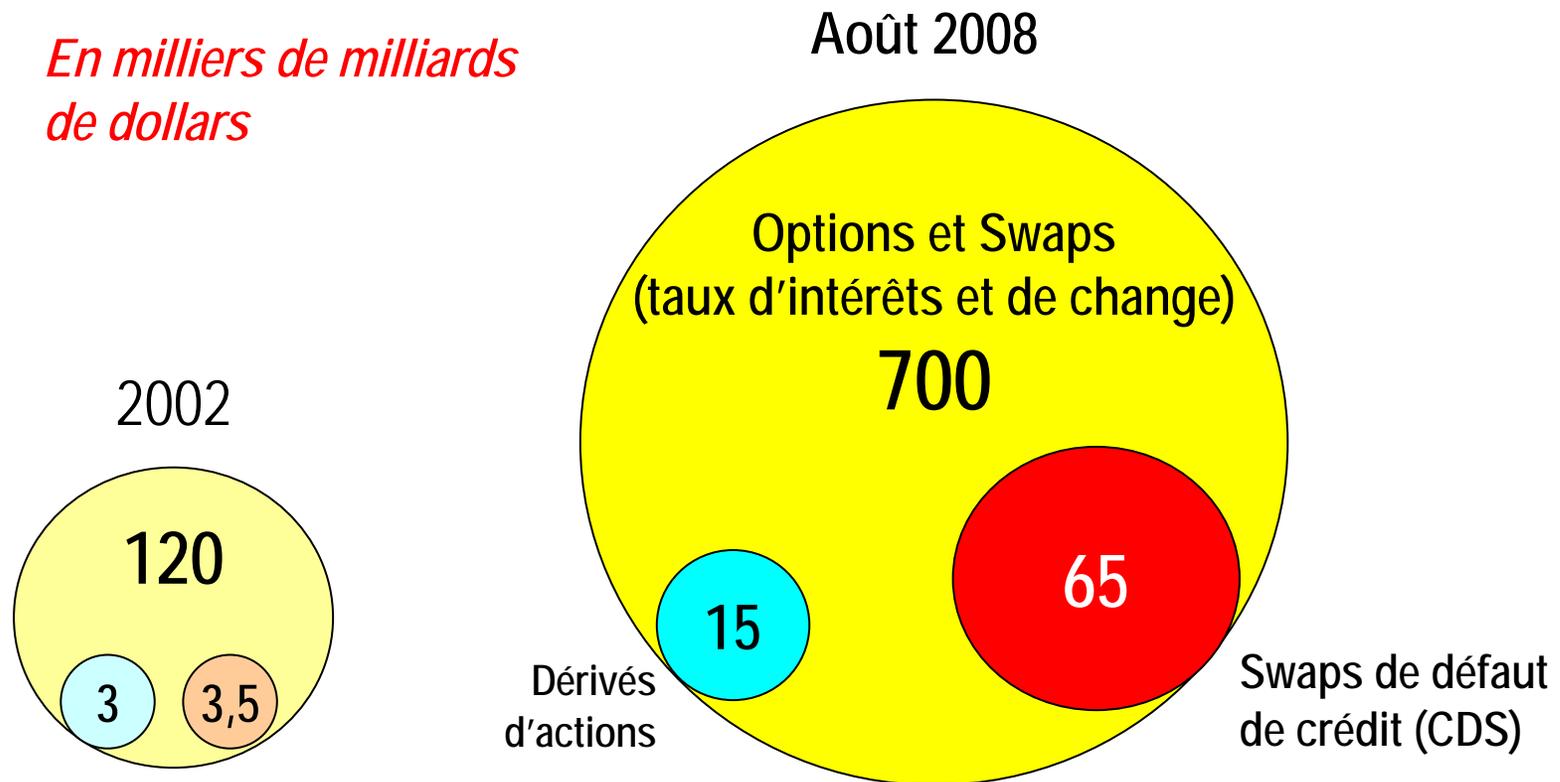


Source : Banque mondiale, FMI, BRI

Produits financiers dérivés : une grosse bulle !

- Encours des produits financiers dérivés : plus de 700 000 Md \$

En milliers de milliards de dollars

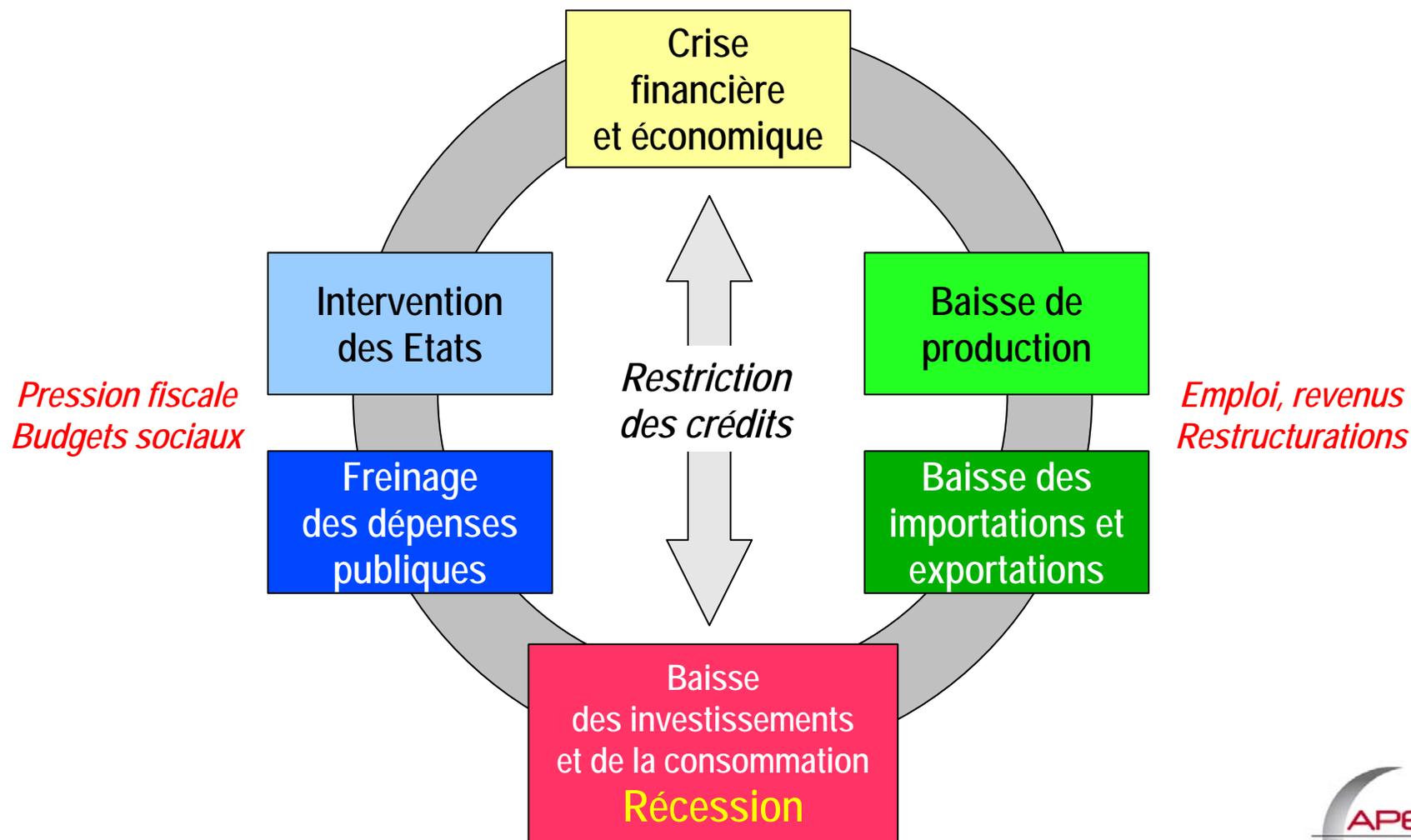


Source : Association internationale des swaps et dérivés

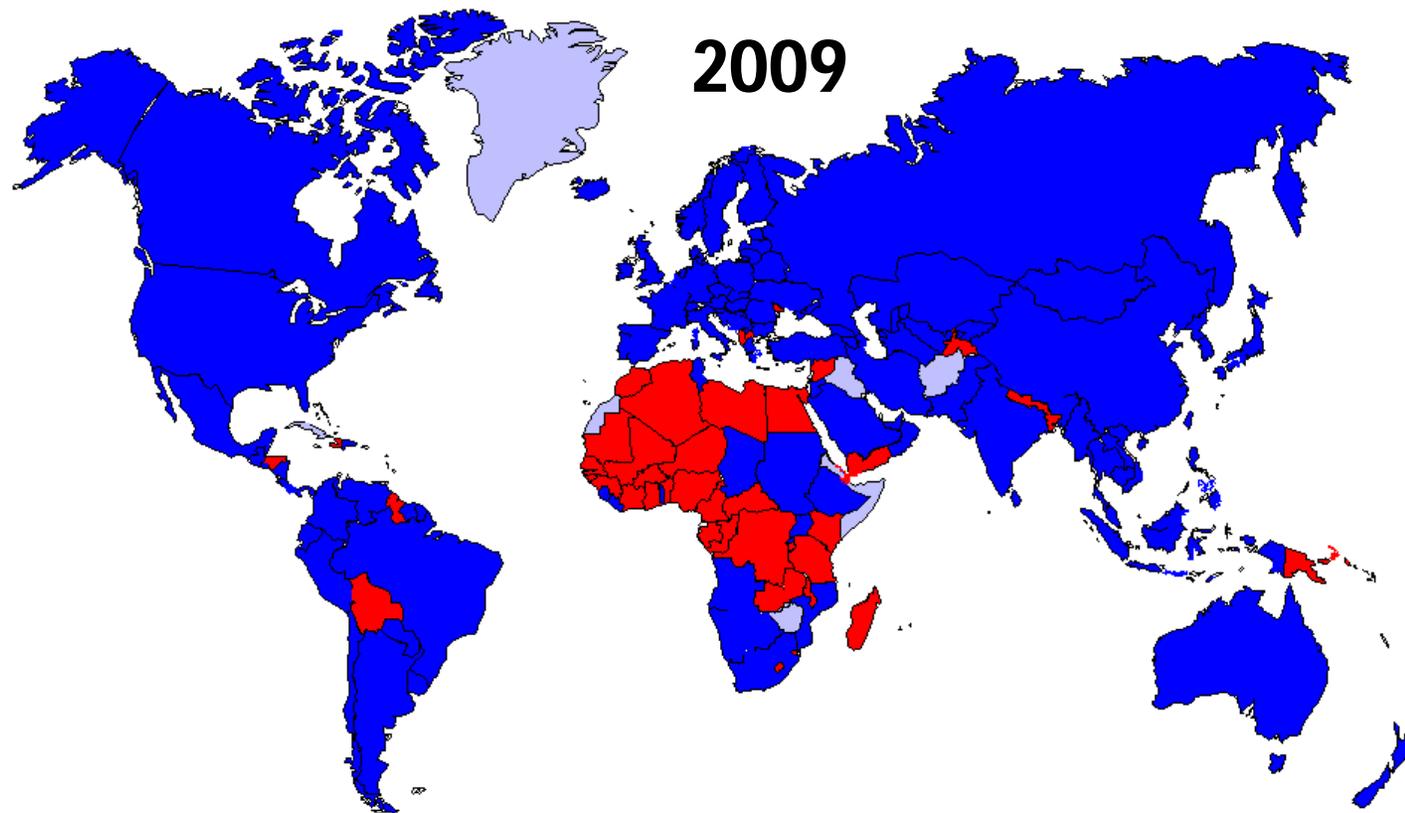
Quelles conséquences ?

**La crise est loin d'être finie
Elle ne fait que commencer**

Récession : la mécanique est en place



Récession et ralentissement économiques : ils sont là et bien là ! (Source FMI)



Croissance du PIB vs croissance moyenne par pays 2003 -2008

■ En dessous de la moyenne ■ Au dessus de la moyenne

Dans les pays industrialisés (G7)

- **Baisse de l'investissement** (nourri par la restriction du crédit), **tension des collectivités territoriales** (coût des dettes)
- **Restriction des dépenses publiques et des budgets sociaux**
- **Restructurations (y compris surdimensionnées : « *fusac* »)**
- **Impact sur l'emploi et les revenus**
- **Stagnation ou baisse de la consommation interne, réduction des exportations**
- ▶ **Au mieux, *plusieurs années de croissance faible et lente, voire de stagnation***
- ▶ **Accentuation des politiques de régression sociale et de l'instabilité politique**

Dans les pays émergents

- **Economies orientées vers les exportations**
 - Ralentissement ou baisse des flux commerciaux
 - Tentative de renforcer un marché intérieur (Chine, Inde, etc.) avec de nouveaux problèmes sociaux
- **Désinvestissement financier** (mais seulement partiel) **vis-à-vis des USA, de l'Europe et du Japon**
- **Saisie parallèle d'opportunités pour gagner des positions dans les anciennes places fortes**
- ▶ **Remodelage des rapports de forces mondiaux dans la période à venir (déclin de l'hégémonie US ?)**

Pour les Etats et les budgets publics

- **Démenti cinglant au credo libéral**
 - Nationalisations plus ou moins partielles et intervention financière des gouvernements
 - Relégation (au moins temporaire) des dogmes d'hier (critères de Maastricht sur les déficits publics ; nouvelles normes comptables IFRS à la valeur de marché)
 - **Volonté de faire supporter le coût réel (ou masqué) des mesures par les contribuables et les salariés**
 - Risque de serrage des dépenses publiques
 - Possibilité de pression fiscale accrue (directe et indirecte)
- ▶ **Fillon (22/10/08) : « Pas de pause dans les réformes ! »**

Pour les salariés et leur représentants

- **D'abord mettre les bonnes jumelles**
 - Exiger les informations économiques, financières et sociales sur la situation et les projets
 - Anticiper les restructurations et leur résister
 - **Sans oublier la longue vue**
 - Situation globalement plus difficile (sans doute aussi une nouvelle vague de fusions-absorptions)
 - Mais aussi opportunité de modifier *par leur intervention* les rapports de forces dégradés
- **Enjeu crucial des 2 ou 3 prochaines années : beaucoup de choses vont s'y jouer !**

Les positions en présence et les solutions

- **Le nouveau mythe de la bonne réglementation et de la nécessaire transparence**
 - Etablir de bonnes règles pour un système qui resterait sain ?
 - Mais le système fonctionne pour le profit maximum, sans notion de bien et de mal (certes des règles ne nuiront pas)
- **Après son exil, le retour de l'Etat ?**
 - Mieux vaut tard que jamais (mais certains crient déjà : surtout pas trop longtemps !)
 - En dernière analyse, qui paiera pour les fonds injectés ou lignes de crédit créées ? Pour les actifs « toxiques » ?
 - Et pourquoi refuser de soutenir la demande (emploi, pouvoir d'achat) en mutualisant le risque social sur des fonds financés par les profits accumulés des entreprises ?

Plus globalement : un débat d'orientation

- **Pour orienter l'investissement vers la production de biens et de services et la satisfaction des besoins sociaux, il faut un pilote dans l'avion**
 - Service bancaire contrôlé
 - Maîtrise des ressources dégagées par l'économie
 - Détermination des priorités par la société
- **Pour que les orientations s'appliquent, il faut aussi que les salariés, les consommateurs, les usagers aient un droit de regard reconnu**