

La crise serait-elle derrière nous ?

On se trouve actuellement devant une situation paradoxale : le chômage augmente un peu partout – et il est prévu qu’il va continuer à le faire –, des entreprises continuent à fermer, des banques font faillite toutes les semaines aux USA, les saisies expulsions des ménages continuent, mais la bourse s’envole tandis que le discours des autorités devient un peu plus optimiste chaque jour. La crise – devenue « grande récession » - s’estomperait, ne devenant qu’un mauvais souvenir. La croissance serait à nos portes ; elle permettrait, entre autres, et progressivement, de combler les impressionnants déficits budgétaires. Pour que ça ne recommence pas, il ne reste plus qu’à régler la question des bonus et des prises de risque inconsidérés qu’ils suscitent, puis à mettre en place de nouvelles règles prudentielles et un meilleur système de surveillance des banques, tout en s’attaquant aux paradis fiscaux. Le cours des choses se rétablira progressivement, après la grande peur de fin 2008.

Tout le monde ne le croit pas vraiment, mais beaucoup aimeraient y croire. Avec un peu d’autoréalisation, qui sait ? Pour faire le point de la situation, il faut revenir aux causes profondes de la crise – qui se situent au niveau de la production et des revenus qu’elle engendre –, pour ensuite s’intéresser à leurs manifestations au niveau des échanges des « papiers » qui représentent des dettes et des créances, ou des droits de propriété (comme les actions) - échanges qui sont susceptibles de brusques variations, et donc de jouer le rôle de catalyseurs ou de déclencheurs des crises.

Le fond : production et revenus

Une caractéristique générale du comportement des entreprises depuis septembre 2008 : toutes, ou presque, ont cherché à diminuer leurs coûts. Ce sont les licenciements, l’arrêt des investissements et la chasse aux dépenses, grandes ou petites. L’exemple le plus cité dans les media est celui des cadres priés de ne plus voyager en classe affaires – ce qui a notablement affecté les comptes des compagnies aériennes, qui sont toutes dans le rouge. Mais il suffit de suivre les annonces en Bourse : le cours en bourse de telle ou telle entreprise fait un bond (par exemple, Alcoa, le 8 octobre), suite à des profits retrouvés, ou augmentés, qui proviennent

essentiellement d'une compression des coûts, et non d'une expansion de la demande ou de la production (si ce n'est pour reconstituer des stocks).

Le circuit s'est nettement contracté mais il semble que les divers plans de relance et, surtout, que le jeu des « stabilisateurs automatiques » (dépenses publiques maintenues) aient réussi à freiner, puis à momentanément stopper le phénomène. Chômage partiel, prolongations des indemnités de chômage, mesures de soutien à l'automobile et au bâtiment, entre autres, ont également joué un rôle important, aussi bien aux Etats Unis qu'en Europe (notamment en Allemagne). La contrepartie a été évidemment une hausse très importante du déficit des Etats – dont les titres ont, pour le moment, trouvé preneur sans difficulté majeure..

La contraction s'étant arrêtée, il y a techniquement « fin de récession ». Certains, très minoritaires il est vrai, parlent de « fin de crise ». Les analystes adoptent, en règle générale, une position plus prudente. Car ils n'ignorent pas que le chômage continue à augmenter, même si c'est à un rythme moins rapide. Que la vague des chômeurs en fin de droits va augmenter (effet décalé de la crise), avec ce que cela suppose du côté de la consommation mais aussi de la défaillance dans le remboursement des crédits, immobiliers ou autres, contractés ces dernières années. D'où l'importance attribuée par « les marchés » aux statistiques concernant le chômage, le nombre des chômeurs indemnisés et, plus généralement, la taille de la population active (qui diminue si des chômeurs ne cherchent plus d'emploi).

Un autre indicateur auquel une importance toute particulière est accordée concerne l'utilisation des capacités de production dans l'économie, même s'il varie plus lentement dans le temps. Tout le monde s'accorde pour dire que ces capacités sont largement excédentaires.

Par exemple, Martin Wolf :

« Les estimations des 'écarts de production' (ou capacités excédentaires) atteignent des niveaux extrêmes ... Et comme les prévisions annoncent une croissance modeste, la capacité excédentaire sera plus grande à la fin de 2010 qu'à la fin de 2009 ». (Le Monde 8 sept).

Il n'y a donc pas grand chose à attendre du côté de l'investissement – destiné à élargir, ou à maintenir, ces capacités. Pourtant il est un élément important du bouclage. Surtout que, le taux d'endettement des ménages est, aux Etats Unis, le *double* (en pourcentage du PIB) de celui qu'il était lors des reprises ayant suivi une chute (relativement) forte de la production. Avant d'investir, encore faut-il alléger ses dettes ...

Restent les exportations. Celles des USA ont un peu augmenté, mais le pays est toujours largement déficitaire. Même celles de la France ont augmenté ! Probablement en liaison avec

les plans de relance automobile dans les divers pays européens. Idem pour l'Allemagne et le Japon, mais tout cela est bien fragile. Sans parler du fait que tout le monde ne peut être exportateur net ...

Enfin, toujours dans la perspective du bouclage du circuit, on peut noter que les riches ont été touchés – leur patrimoine immobilier et mobilier ayant subi une forte contraction – mais pas encore de façon très importante (voir, par exemple, <http://finance.yahoo.com/banking-budgeting/article/107575/rise-of-the-super-rich-hits-a-sobering-wall.html>) :

« Une des caractéristiques les plus frappantes concernant les données sur les inégalités est la dépendance étroite entre les revenus des très riches et la Bourse. Les premiers ont augmenté le plus rapidement pendant les deux plus grandes hausses de la seconde : celles des années 1920 et celle ayant commencé en 1987 ... Bien que les riches aient largement tiré parti des bulles, leur richesse a été gravement affectée lorsqu'elles ont éclaté. Une étude récente faite par deux économistes de la Northwestern University a montré que les revenus des privilégiés tendent à baisser plus, en pourcentage, que ceux de la classe moyenne. Le revenu des plus riches – le un dix millième supérieur – est celui qui a baissé le plus ».

Si on veut se détendre, on peut lire dans ce texte les mésaventures de McAfee (celui des antivirus), obligé de vendre sa maison, après avoir beaucoup gagné en spéculant.

Les hauts salaires, en moyenne, sont aussi touchés (il n'y a pas que les traders des quelques grandes banques ...). Les inégalités se sont sans doute un peu réduites, puisque les plans de relance visent entre autres à laisser aux pauvres la tête au-dessus de l'eau.

Le problème du bouclage du circuit demeure. Il est assuré par les dépenses, et les emprunts, de l'Etat. Mais jusqu'où et jusqu'à quand ? Les prêteurs potentiels (les riches) sont d'ailleurs échaudés et comme une proportion importante de la population continue à être endettée plus que de mesure, la solution d'avant la crise – accroissement de son endettement – ne peut plus être envisagée avant longtemps.

Voilà pour le tableau d'ensemble, et sommaire, concernant l'économie réelle – la production et les revenus qu'elle engendre. Venons-en à l'autre circuit, celui des créances et des dettes, des titres de tous ordres, inséparable du circuit du produit et des revenus, mais soumis à des fluctuations bien plus fortes et rapides que lui. On commencera par les prêts hypothécaires, qui ont eu un rôle important dans le déclenchement de la crise, et qui continuent à pourrir la situation – et vont le faire pendant longtemps encore.

La situation dans l'immobilier

La situation dans l'immobilier est suivie de très près par tous ceux qui essaient de percer un peu l'avenir. D'abord, en raison du poids de l'immobilier dans l'économie (« quand le bâtiment va, tout va » ...). Ensuite parce que c'est le secteur dans lequel l'endettement est le plus lourd et le plus dispersé. Il implique tout particulièrement le secteur bancaire, le risque systémique augmentant avec le nombre de défaillances individuelles. Les statistiques concernant celles-ci, ainsi que celles sur les retards de paiement, les saisies et les expulsions, les stocks d'invendus et les prix, sont donc l'objet d'une attention toute particulière des économistes et des opérateurs de marché.

Le programme Obama consistant à venir en aide à ceux qui ne peuvent payer n'a pas vraiment marché. Les banques sont très réticentes, car cela ne fait que repousser le problème (celui qui ne peut payer aujourd'hui ne pourra pas le faire demain, en règle générale), sans parler du fait que ceux qui savent qu'ils sont en sursis ne feront rien pour entretenir leurs logements (dans certains endroits, les expulsés se sont défoulés, ou vengés, avant de partir en détruisant tout – salles de bain, cuisines, plomberie, installation électrique, etc.), ce qui affectera leur valeur et la possibilité de les revendre..

La hausse du chômage entraîne mécaniquement la hausse de la proportion des ménages non solvables – notamment pour les prêts « prime », considérés auparavant de bonne qualité, et déjà très touchés. La hausse des défaillances pour ce type de prêt est considérée comme la plus inquiétante, parce qu'elle affecte la valorisation des portefeuilles de titres (MBS, ABS, CDO, etc.) qui forment une bonne partie des actifs des banques.

Conscient des enjeux, l'Etat fédéral est massivement intervenu pour tenter d'arrêter la chute des ventes et des prix dans le secteur immobilier. Comme le constate le *Wall Street Journal* du 16 septembre 2009,

« la dernière année, l'Etat est lourdement intervenu a pratiquement tous les stades du processus de la construction des maisons. En fait, **plus de 80% des prêts hypothécaires nouveaux faits cette année ont bénéficié d'une forme ou d'une autre du soutien de l'Etat** ». (je souligne)

Parmi ces interventions il y a le crédit d'impôt de 8.000 dollars pour les primo accédants à la propriété, prime qui serait à l'origine de la **moitié des ventes** aux primo accédants des six derniers mois. Cette aide pousse toutefois certains ménages à avancer leurs achats, de sorte que les ventes risquent de baisser fortement dès qu'elle s'arrête – l'échéance prévue étant le 30 Novembre. C'est le même problème qu'avec les « primes à la casse » pour les

automobiles. Il est en fait estimé que moins de 20% des achats sont suscités par la prime, les autres étant le fait de personnes qui profitent de l'aubaine ou qui devancent un achat déjà programmé¹.

Par ailleurs,

« des institutions étatiques comme Fannie Mac et FHA (*Federal Housing Administration*) apportent leur garantie au remboursement des prêteurs privés – jusqu'à 450.000 dollars ... Depuis le début de l'année, elles ont ainsi acheté pour 836 milliards de dollars de titres formés à partir de prêts immobiliers, dans le cadre de cette garantie » (*idem*).

Ces achats devraient atteindre 1.450 milliards de dollars en mars 2010 (le programme de garantie vient d'être prolongé de 3 mois par la Fed). C'est pourquoi :

« selon les économistes et les experts, **les efforts de l'Etat sont la première raison que le marché du logement continue à fonctionner** » (*idem*).

Dans ces conditions, pour la Fed,

« une des questions essentielles est de déterminer **par où commencer le démantèlement d'un tel échafaudage** ... Au moins pour les deux premières années, et probablement pour plus longtemps, il n'est pas possible que les autorités disent : 'le marché des prêts hypothécaires n'a plus besoin de notre soutien', dit Dwight Jaffee, professeur d'économie à l'Université de Berkeley. 'Si elles le disaient, , il est pratiquement certain que **les marchés des prêts hypothécaires et de l'immobilier s'effondreraient**' » (je souligne).

Pour compléter le tableau concernant le bilan de l'action de la Fed., il faut rajouter à ce millier de milliards de titres douteux les achats de bons du Trésor, qui sont passés en 6 mois de quelques milliards de dollars à 300 milliards. Et cela ne risque pas de s'arrêter².

Concernant la France, où le problème est bien moins aigu, on peut citer Sophie Gherardi, éditorialiste à *La Tribune* :

« Les professionnels du bâtiment, à court de projets privés, ont été ravis de se mettre au service des grandes opérations du logement social. Avec 120.000 logements neufs construits, 100.000 réhabilités et 40.000 mis aux nouvelles normes thermiques, le

¹ En ce qui concerne les voitures, en septembre les achats ont nettement baissé, la « prime à la casse » ayant été supprimée fin août, les crédits prévus par le plan de relance ayant été épuisés.

² La Deutsche Bank estime qu'en 2011, 48% des prêts hypothécaires seront « sous l'eau » (valeur de la maison inférieure à celle du prêt) – les « prime » passant de 16% à 41%. Cela provient mécaniquement du fait que les prêts plus anciens, avant la bulle ou à ses débuts, disparaissent progressivement, le poids des prêts proches du sommet de la bulle les remplaçant, en proportion. (<http://www.housingwire.com/2009/08/06/deutsche-sees-48-of-all-us-mortgages-underwater-in-2011/>). D'où pression permanente à la baisse des prix.

secteur connaît une année record ... Pour sa part le secteur privé n'aura fait sortir de la terre qu'environ 70.000 logements cette année. **Naguère regardé de haut, le logement social est devenu un sauveur : c'est pratiquement le seul secteur qui contribue puissamment à l'activité et à l'emploi** » (je souligne, 25 août 2009).

Les banques

Il paraît que les très grandes banques, américaines notamment, se sont refait une santé. Le fait d'avoir pu refilet aux Banques Centrales leurs actifs douteux, d'avoir admis des normes comptables permettant une évaluation plus favorable de ces actifs, de prêter à des taux élevés à un public moins nombreux mais sélectionné, tout en pouvant emprunter auprès des Banques Centrales à un taux quasiment nul, n'y est pas pour rien. A cela s'ajoute la concentration accrue, qui accroît le pouvoir de négociation de ces banques auprès des emprunteurs. Enfin le fait d'être – encore plus qu'avant – « too big to fail » peut les inciter à se lancer dans des opérations de plus en plus risquées, très rémunératrices au début, mais pouvant s'achever par des fiascos retentissants (augmentant d'autant le risque systémique). Neil Barofsky, inspectrice du plan de sauvetage TARP, pense ainsi que suite aux regroupements des grandes banques il se peut que « **nous soyons dans une situation bien plus dangereuse de celle qui prévalait il y a un an** » (cité dans <http://www.nakedcapitalism.com/2009/09/guest-post-why-concentration-in-the-banking-industry-threatens-our-economy.html>).

Par ailleurs, et de façon moins spectaculaire, il y a une multitude de petites banques locales et régionales – phénomène propre aux USA – qui ferment toutes les semaines, ou presque. Elles sont engagées pour l'essentiel dans le crédit immobilier, et tout particulièrement dans l'immobilier commercial (*commercial real estate*). Celui-ci concerne les magasins et les bureaux, et plus généralement les PME. La plus importante banque des PME a été sauvée de justesse de la faillite en juillet 2009, mais ses problèmes demeurent. Tout le monde s'attend à une poursuite de la baisse des prix de l'immobilier commercial (qui a toujours un retard, dans ses variations, par rapport au prix des logements) :

« Selon le spécialiste [Foresight Analytics LLC](#), En gros, 530 milliards de dollars en titres représentant des hypothèques (mortgage-backed securities) vont venir à terme entre **aujourd'hui et 2011**, Certains prévoient que le secteur bancaire US devra faire

face à 250 milliards de dollars de pertes en liaison avec l'immobilier commercial, **ce qui peut entraîner la chute de 700 banques pendant cette période** » (je souligne).

Pour plus de détails, voir <http://www.moneymorning.com/2009/09/16/bank-failures/>.

L'organisme fédéral chargé de garantir les dépôts dans ces banques, le FDIC, a vu ses réserves s'épuiser rapidement. Il en est au stade où il doit décider entre augmenter les cotisations des banques qu'il assure – mais cela risque de les fragiliser encore plus – ou emprunter. Un ordre d'idée : lors de la crise immobilière la plus grave de ces 50 dernières années, celle dite des caisses d'épargne (Saving & Loans) à la fin des années 1980, le FDIC avait dû emprunter 15 milliards de dollars. A présent, on s'attend à ce qu'il ait besoin de 500 à 600 milliards, 20 fois plus (en tenant compte de l'évolution des prix) ... soit l'équivalent du plan de rattrapage (TARP) de fin 2008 ! L'argent remboursé par les grandes banques servira donc à renflouer l'assureur des banques locales et régionales (voir http://www.econbrowser.com/archives/2009/09/economy_improve.html, commentaire de JDH).

Si la situation est relativement claire en ce qui concerne ces banques, c'est parce que leurs comptes le sont aussi : leur taille ne leur permettait pas de recourir à la titrisation, alors que leur force réside dans leur implantation locale, qui en font des interlocuteurs privilégiés des PME. Leur bilan reflète donc d'une certaine façon la situation économique « réelle » des diverses régions du pays.

Pour le reste, **la grande question est celle de l'évaluation des titres détenus par les grandes banques** (ou qu'elles ont refilés aux Banques Centrales). Tout le monde croise les doigts, en attendant l'arrêt des faillites dans l'immobilier et une remontée des prix – qui n'a pas encore eu lieu, seule leur chute s'étant ralentie ou interrompue – et, dans une moindre mesure, de la Bourse, le gros de la titrisation portant sur les crédits immobiliers³. L'idéal serait de pouvoir sortir progressivement de l'ombre ces titres, en les proposant à une valeur autre que dérisoire, et de trouver preneur. Mais on n'en est pas là – tout le monde s'accordant sur le fait que le marché de l'immobilier aura du mal à s'en remettre⁴. Quant à la remontée de la Bourse, personne n'y croit vraiment.

³ Une autre source de titrisation, moins importante mais non négligeable, se trouve du côté des prêts faits à travers les cartes de crédit. Deux trillions (mille milliards) de dollars aux USA. Il y a aussi les crédits aux entreprises dans le cas des LBO, la « bombe à la mèche longue, dont on entend parler régulièrement à propos de la défaillance de telle ou telle entreprise (par exemple, *Reader's Digest*). L'espoir dans la « reprise » fait que les banques prolongent les prêts – sinon, elles perdent tout.

⁴ Par exemple, nouvelle du 29 septembre 2009, en pleine euphorie de la reprise : « the **serious delinquency rate** for conventional loans in its single-family guarantee business **increased to 4.17 percent in July**, up from 3.94 percent in June - and **up from 1.45% in July 2008** ». Ce qui signifie une hausse des saisies et des ventes aux enchères dans un futur proche. « Il y a aussi un important stock de maisons « dans l'ombre » : celles qui sont saisies (1.2 million) ou dont le paiement subit des retards (1.5 million). Ivy Zelman pense que entre **trois et quatre millions de logements saisis vont être offerts à la vente dans les années qui viennent**, ce qui va maintenir la pression à la baisse sur les prix. Ne vous attendez pas à un rebond

La Bourse

On assiste actuellement (fin-septembre) à un phénomène curieux à la Bourse : une remontée des cours en quelques mois à un rythme jamais vu. Ce qui, en moyenne, demandait un an lors des autres récessions, a été accompli en 6 mois. Citons par exemple David Rosenberg, ancien économiste en chef de Merrill Lynch :

« **Jamais jusqu'à maintenant la Bourse a monté si haut et si vite**, à partir de son point le plus bas, suite à une récession (en supposant celle-ci finie). Ce qui est "normal" est que le rattrapage soit de l'ordre de 20%. La Bourse se comporte actuellement comme si on se trouvait dans la seconde moitié d'une phase de rattrapage, alors qu'il n'est même pas sûr que le rattrapage a commencé ... **Le marché est presque quatre fois surévalué, si on compare avec ce qui s'est passé lors de la bulle internet !** ».

Pour plus de détails, voir <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2009/10/overly-optimistic-consensus-plays.html>

Tout cela alors que l'économie réelle connaissait une contraction jamais vue non plus (depuis les années 30), le chômage continuant à augmenter, l'immobilier étant, comme on l'a vu, sous perfusion.

Les opérateurs boursiers savent cela, évidemment. Ils savent aussi que, dans ces conditions, la reprise – si reprise il y a – sera poussive. Que le système bancaire est plombé. Que la menace de déflation ne peut être conjurée que par la menace de l'(hyper) inflation. Que le dollar peut s'effondrer d'un moment à l'autre. Mais, en même temps, le désir que ça remonte est tel que – une remontée attirant épargnants et détenteurs de capitaux – dès qu'il y a le moindre signal favorable (un arrêt de la chute), certains s'aventurent à acheter à nouveau des titres – ce qui peut être payant au début (acheter quand les cours sont bas) – suivis par d'autres, un peu hésitants, puis d'autres qui le sont de moins en moins, même si dans le cas présent une certaine défiance demeure : le souvenir de la chute récente est toujours là ! A cela s'ajoute l'attitude des autorités, qui comptent aussi sur la dimension autoréalisatrice de ces comportements – tout en demeurant prudentes dans leurs messages, car elles savent qu'une

des prix dans l'immobilier. Si on s'en tient à ce qui s'est passé lors des cycles précédents, il faudra attendre plusieurs années pour qu'un tel rebond ait lieu » (<http://dailycapitalist.com/2009/09/25/the-economy-in-q3/>)

rechute peut être dramatique. Elles doivent en même temps pouvoir justifier les plans de relance et leur prolongation éventuelle – qui est d’ailleurs sérieusement envisagée maintenant (octobre 2009), des craintes s’exprimant de plus en plus devant les conséquences de l’arrêt des plans arrêtés en début d’année.

Presque tout le monde est persuadé qu’on est en présence d’une nouvelle bulle – susceptible de se dégonfler à tout moment – mais en même temps chacun veut être dans le coup, avec l’idée qu’il pourra se retirer *in extremis*.⁵ Toujours la même histoire. On retrouve la situation décrite par Orléan, poussée jusqu’à la caricature, puisqu’on ne peut invoquer le temps qui passe et le souvenir des crises précédentes qui se serait estompé. Une bulle spéculative en pleine crise – au moment où, par exemple, Bosch annonce 10.000 licenciements, 100.000 mises au chômage partiel, un retour en 2012 de la production au niveau de 2007 – il faut le faire !⁶.

Un dernier point : les Etats savent que les banques et les bourses sont, entre autres, à la merci de ce qui se passe avec les CDS (60 trillions de dollars assurés – plus que le PIB mondial !), qui sont une source importante de risque systémique. Ce n’est pas un hasard si c’est AIG plutôt que Lehman qui a été sauvée par l’Etat ; les grandes banques, dont Goldman Sachs et BNP ont pu ainsi « récupérer » des dizaines de milliards de dollars, fournis gracieusement par l’Etat, qui a donc fortement contribué à leur « prospérité » actuelle. Les autorités ne voudraient pas à avoir encore à boire la tasse : d’où leurs tentatives de mettre en place de systèmes de contrôle (concernant les CDS, voir par exemple,

<http://georgewashington2.blogspot.com/2009/02/how-credit-default-swaps-brought-down.html>).

Mais la menace demeure.

⁵ Au moment où ces lignes sont écrites, les bourses semblent donner des signes de faiblesse, certains y voyant le signe avant coureur d’une forte rechute (2 octobre).

⁶ Concernant les entreprises, il y a des échéances, étalées sur plusieurs années, qui risquent d’être douloureuses ; « Bank of America a prévu en décembre que **le taux de défaillance des titres douteux pourrait atteindre un sommet de 17% lors du second trimestre de 2010**, soit la plus haute valeur depuis la grande dépression. Suite aux nombreuses interventions des autorités, à commencer par des taux d’intérêt proches de zéro, elle pense que le taux de défaut maximum ne sera que de 12.8%, le dernier trimestre de cette année. Il **demeurera néanmoins plus élevé que la normale. Il atteindra d’ailleurs un nouveau pic, de 8.5%, fin 2012**. Toujours selon Bank of America, **même en 2013, le taux de défaillance sera encore d’environ 6%, c’est-à-dire un niveau bien plus élevé que celui, en dessous de 4%, qui prévaut habituellement à la fin d’un cycle ayant connu de fortes défaillances**».

<http://dailycapitalist.com/2009/09/25/the-economy-in-q3/>.

Le salut par la Chine ?

Le consommateur américain, condamné à se désendetter, ne peut plus être la « locomotive » de l'économie mondiale – celle qui va la sortir du creux dans lequel elle se trouve. Il y aurait aussi peu à attendre d'une Europe encroûtée et vieillissante. Tous les espoirs se portent donc vers les BRIC, plus précisément la Chine qui, à elle seule, a un poids double de celui des trois autres réunis.

Etant donné la place de ses exportations dans sa production totale, la Chine doit affronter la chute de la demande de ses produits avec la crise – le commerce international ayant d'ailleurs baissé bien plus fort que la production mondiale, sans que le protectionnisme n'ait augmenté. D'où la mise en place de plans de relance très importants, destinés à stimuler la demande intérieure. A supposer qu'ils atteignent leur but. En ce qui concerne leur impact sur la demande mondiale, citons les économistes de la Deutsche Bank (dans

<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4026>) :

« Dans quelle mesure la croissance chinoise va-t-elle entraîner la demande et la croissance dans le reste du monde ? Récemment, les importations de la Chine ont augmenté plus vite (ou diminué moins vite) que ses exportations, entraînant une détérioration de sa balance courante. Une baisse des exportations nettes chinoises de quelque 160 milliards de dollars – il est prévu que l'excédent chinois passe de 10% à 5% du PIB en 2009 – **devrait provoquer une hausse de l'ordre de 0.3% de la demande du reste du monde** » (septembre 2009).

L'incidence sur l'économie US est minime, notamment si on la compare à celle des plans de relance :

« Si on suppose que l'excédent de la Chine avec les Etats Unis diminue dans la même proportion, l'augmentation de ses importations nettes entraînera cette année **une hausse de moins de 0.1% de la demande US**. Ce qui fait pale figure si on compare avec les dépenses prévues dans les plans de relance, même si on ne tient pas compte des stabilisateurs automatiques ni de la politique monétaire très souple adoptée aux Etats Unis et dans les autres pays similaires ».

Il est vrai que le poids de la Chine devrait augmenter dans le temps – son PIB rattrapant, puis dépassant, celui des USA –, mais cela s'inscrit dans une perspective longue, loin de la question, très présente, de la sortie de crise.

Voilà pour le scénario rose. Beaucoup d'analystes n'y croient pas. Ils attirent ainsi l'attention sur le fait que le changement de comportement des consommateurs chinois ne peut être

obtenu par décret, du jour au lendemain. Les habitudes sont profondément ancrées. A supposer qu'elles puissent être modifiées, encore faut-il mettre en place les canaux de transmission de la manne de sorte qu'elle soit utilisée de la façon recherchée. On nous dit, par exemple, que les chinois épargnent énormément – il paraît qu'ils ne consomment que 37% de leur PIB, contre 70% pour les USA –, notamment parce qu'ils n'auraient pas de couverture santé, ni de système de retraites. Tout cela semble sujet à caution – je soupçonne un problème dans l'interprétation des statistiques (prix intérieurs et extérieurs) – mais peu importe, car même ainsi, il est clair que la situation ne peut être changée du jour au lendemain. Sans parler du fait que la population, ou une partie d'entre elle, doit être persuadée du caractère durable du changement.

En fait, bon nombre d'analystes constatent que les vannes du crédit ont été ouvertes par le système bancaire – essentiellement public. Au lieu de stimuler la demande de biens de consommation, c'est la bulle dans l'immobilier qui s'est trouvée gonflée, le prix des logements dans les grandes villes atteignant des sommets. A cela s'ajoutent des investissements importants, dont la rentabilité future est douteuse, et qui risque de se traduire par d'importantes capacités de production excédentaires – mal orientés et avec une demande insuffisante. C'est ainsi que l'agence de notation Fitch notait en mai 2009 (cité dans <http://www.nakedcapitalism.com/2009/08/is-china-japan-circa-1989.html>) :

« N'est-ce pas étrange, remarque l'agence, que les crédits augmentent fortement en Chine alors que les profits des entreprises sont en train de diminuer? 'D'habitude, des gains en chute ont pour contrepartie un crédit resserré, mais en Chine, c'est le contraire qui arrive. . . . 'On devrait s'attendre —et Fitch le prévoit—à ce que les emprunteurs de ces trillions de renminbi ne feront pas des profits aussi importants que lors du boom, de sorte que certains d'entre eux auront des difficultés de faire face aux échéances ».

Une des craintes est le retour de bâton, l'effondrement brutal de l'investissement lorsque les surcapacités seront évidentes, avec un fort effet récessif sur la production (le multiplicateur à l'envers).

A propos de la bulle dans l'immobilier, on peut comparer la situation à celle du Japon au milieu des années 80 en remarquant que :

« Identifier les bulles est un peu plus facile que d'en prévoir la fin. Un observateur avisé peut avoir constaté qu'il y avait une bulle au Japon en 1986, 1987 et 1988, mais il aurait eu faux s'il avait annoncé son éclatement à ces dates, puisque cela n'a eu lieu qu'en 1988 »

Bien entendu, le degré de développement de la Chine et du Japon, ainsi que leur insertion dans l'économie mondiale sont très différents. Leur passé et leur forme d'organisation sociale aussi. Mais le fait même que la comparaisons ait lieu, que la possibilité d'effondrement du « moteur » attendu de l'économie mondiale soit présente dans les esprits, rappelle que le ciel est loin d'être dégagé – la menace d'un brusque retournement ne pouvant être négligée, bien au contraire.

Une crise comme celle qu'ont connues des pays comme la Thaïlande et la Corée du Sud est-elle possible en Chine ? Il est difficile de répondre à cette question, étant donné les particularités de ce pays, où la majorité des banques sont publiques et où, plus généralement, le secteur d'Etat occupe encore une place prépondérante dans l'économie. Mais si une telle crise survenait, elle aurait des répercussions considérables, vu la taille du pays et son implication dans l'économie mondiale (notamment ses créances sur les USA).

Conclusion

La crise qui a éclaté l'an dernier est l'aboutissement d'un long processus caractérisé par une très forte augmentation des inégalités de revenu ainsi que de l'endettement des ménages et des entreprises – l'un accompagnant l'autre. Les Etats ont réussi à empêcher l'effondrement du système, en permettant aux banques d'échapper à la faillite et en substituant l'endettement public à l'endettement privé. Mais les contradictions demeurent : inégalités qui font de la surproduction une menace permanente, chômage important et capacités de production largement excédentaires, accumulation de dettes dont une partie non négligeable ne sera jamais honorée, hésitation entre déflation et inflation⁷. Effondrement du dollar, remontée brutale des taux d'intérêt, impossibilité d'un Etat d'une certaine taille à faire face à ses obligations, effondrement boursier et immobilier en Chine, ou ailleurs, sont autant d'épées de Damoclès suspendues au-dessus de la tête de ceux qui nous gouvernent – et des nôtres !

Une dernière remarque : rien n'a été dit sur les éventuelles « régulations » de la finance, qui occupent l'attention des médias et des rencontres entre gouvernements. Pour une raison simple : la situation actuelle résulte des problèmes accumulés dans le passé – à commencer par la débauche de prêts faits dans les années d'euphorie ; problèmes dont les manifestations vont s'étaler dans les prochaines années, quelles que soient les réformes adoptées maintenant.

⁷ A propos des arguments en faveur de l'une ou l'autre, voir <http://www.washingtonsblog.com/2009/09/case-for-inflation.html> et <http://www.washingtonsblog.com/2009/09/best-recent-arguments-for-deflation.html>.

Le chemin est semé de bombes à retardement. Seront-elles désamorçées au fur et à mesure ?

That is the question ...