

« Crise financière et économique : l'extraordinaire devient banal », intervention de Charles du Granrut

Cette intervention s'appuie sur le document de travail intitulé « De la crise financière à la crise économique » mis en ligne le 1er décembre 2008.

En premier lieu, Charles du Granrut a expliqué que les réactions des autorités publiques face à la crise financière sortaient du cadre historique classiques, et que les phénomènes observés lors de cette crise (en particulier la volatilité) se révélaient eux-mêmes plus intenses que ceux de 1929.

- Les marchés financiers sont sous l'emprise des anticipations de récession

Trois risques peuvent être identifiés :

- Le risque pesant sur les sociétés: l'indice ITRAXX Crossover, reflet du coût de la protection contre le risque de défaut des 50 signatures européennes les plus risquées à 5 ans, est aux alentours de 1000 points (autrement dit, il traduit des risques de défaut sur des produits dérivés). Le taux de défaut anticipé est aux alentours de 15% (même niveau qu'aux Etats-Unis dans les années 1930).
- Le risque pays: Augmentation des *spreads* sur les pays résultant de l'augmentation de l'endettement public. C'est par exemple ce qui s'est passé pour l'Islande ou la Hongrie et qui explique que certains pays ont de nouveau besoin du FMI.
- Crainte déflationniste : baisse des taux longs, qui est liée à la baisse des prix des matières premières et à la baisse de la production.

Une augmentation phénoménale des dettes a été observée dans de nombreux pays, en particulier les Etats-Unis. Pour ces derniers, la question qui se pose désormais est de savoir s'ils seront en mesure de la rembourser, ce qui augmente leur risque pays. Plus généralement, l'augmentation des incertitudes pour certains pays creuse les écarts de taux d'emprunt entre les pays, y compris au sein de l'Union européenne.

- La liquidité : une ressource rare

Il apparaît maintenant que beaucoup d'acteurs se sont endettés (consommateurs, acteurs financiers), et que c'est cette liquidité qui a nourri les marchés financiers. Ceci a été facilité par des politiques monétaires très accommodantes, en particulier aux Etats-Unis, qui ont cherché à augmenter les liquidités disponibles afin de développer la croissance. Aujourd'hui, à l'inverse, les consommateurs et les acteurs sont en train de « dé-leverager » car, comme les banques ne prêtent plus, la quantité de liquidités disponibles diminue. En conséquence, on observe une baisse de l'endettement des principaux acteurs financiers et une baisse des transactions sur les marchés financiers.

- Des acteurs financiers convalescents

A la fin de l'année 2008, le nombre de faillites et de plans de sauvetage a diminué, mais les résultats du 4e trimestre 2008 seront un nouveau test. De plus, certains acteurs peuvent encore faire faillite, notamment les Hedge Funds, ce qui aurait un impact sur d'autres acteurs.

- La politique monétaire américaine toujours aussi agressive

La taille du bilan de la Fed (le total des liquidités qu'elle gère) a plus que doublé en un an : elle est passée de 800 milliards de dollars US à 2 000 milliards de dollars US. Cet argent devait servir à recapitaliser les banques et à relancer les investissements, mais pour l'instant l'argent donné aux acteurs financiers ne redescend pas au niveau de l'économie réelle, car ces derniers restent très prudents.

Parallèlement, la Fed mène deux types de politique : le « Quantitative Easing », qui consiste à procurer de la liquidité coûte que coûte mais sans augmenter la masse monétaire en circulation ; et le « Qualitative Easing », qui consiste à accepter en collatéral des actifs de plus en plus risqués. Autrement dit, la Fed prend désormais des risques de marché, ce qui constitue un phénomène inédit.

- La BCE lui emboîte le pas

Le bilan de la BCE a augmenté aussi mais dans des proportions moindres. L'institution a baissé son taux directeur de 0,75bp pour atteindre 2,5%, mais cette décision n'a pas été prise à l'unanimité. D'autres baisses ne sont pas à exclure mais il n'y a pas d'engagement ferme.

- Les autres banques centrales européennes sont plus agressives

La Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 100bp à 2%. À cela s'ajoute une politique budgétaire très expansionniste : baisse de la TVA de 2,5 points jusqu'à fin 2009, dépenses consacrées aux infrastructures, etc. La banque centrale suédoise a baissé son taux directeur de 175bp à 2%.

- Etats-Unis : une récession ancienne qui s'aggrave

Officiellement, la récession (considérée comme une baisse de l'activité économique générale (produit intérieur brut et emploi) s'étendant sur plusieurs mois) aurait débuté en décembre 2007 malgré un plan de relance au début de l'année 2007 équivalent à 1% du PNB. Autrement dit, la récession n'est pas seulement due à la crise financière.

En novembre 2008, une destruction significative du nombre d'emplois a été annoncée (- 533 000), ainsi qu'une baisse de la durée hebdomadaire du travail avec une dégradation du climat des affaires.

- France

La France, de son côté, n'est pas épargnée : le ralentissement de l'activité semble

toucher tous les secteurs ; la confiance des ménages et des entreprises est en berne ; la destruction nette d'emplois est importante (60 000 en 2008) et le chômage est en hausse. Surtout, la France ne dispose pas de beaucoup de marges de manoeuvre pour faire face à cette crise.

La question qui se pose est de savoir si elle doit mettre en place un plan de relance ou un plan d'avance des dépenses. Il y a trois domaines principaux d'intervention : les entreprises, les investissements publics et deux secteurs jugés importants, l'automobile et le logement. Les mesures prises s'appuient essentiellement sur l'effet de calendrier, et de nouvelles mesures seront sans doute nécessaires. Il existe en tout cas un problème de visibilité concernant la politique économique du gouvernement français.

- Quel profil cette récession aura-t-elle ?

En V, en U ou en L? Combien de temps durera-t-elle?

Ce qui est certain, c'est que la dynamique de cette récession a été très brutale. Au départ, il s'agissait de 2 000 milliards de crédits douteux ; puis d'une destruction sans précédent de richesses et, désormais, la récession se diffuse très rapidement dans l'économie réelle et à tous les pays.

Que nous enseignent les précédents historiques ?

- Un cocktail explosif : crise bancaire précédée d'une phase d'endettement par les ménages et les entreprises et d'une hausse des prix de l'immobilier ;
- Ce type de récession est extrêmement sévère : par exemple, elle peut engendrer une perte cumulée d'environ 5 points de croissance vs *trend*.
- Ce type de récession peut aussi durer très longtemps : en moyenne 5 trimestres

- La consommation

Elle est doublement touchée : tout d'abord, on observe une contraction de l'endettement et un effet de richesse négatif, c'est-à-dire que les ménages ont l'impression d'avoir moins d'argent et compensent en consommant moins. D'autre part, on observe aussi une restriction sur l'accessoire et une procrastination sur les achats de biens durables et les investissements.

Cependant, Charles du Granrut a rappelé que tout n'est pas si noir, en France notamment, où les entreprises jouissent d'une bonne santé financière. La réactivité des gouvernements est également importante, de même que le sont les stabilisateurs automatiques¹. Enfin, le fait que les prix du pétrole soient relativement bas constitue aussi un avantage.

Mais il est certain que des menaces demeurent : la dégradation de la situation économique est très rapide, alors que la mise en oeuvre et l'impact des mesures de relance peut être beaucoup plus lent. De plus, la crise de confiance peut se prolonger. Et Charles du Granrut déplore le manque de coordination au niveau international dans la gestion de cette crise.

¹ Toutes choses égales par ailleurs, lorsque l'activité économique ralentit, les recettes fiscales diminuent tandis que les dépenses sont fixes ou ont plutôt tendance à augmenter.

- Un changement de paradigme

Avant, le paradigme dominant était celui de « The Great Moderation », se caractérisant par un taux d'intérêt et un taux d'inflation modérés, une croissance économique régulière et le décollage des pays émergents, et par une prime de risque faible.

Au contraire, le nouveau paradigme pourrait être celui de « The Great Confusion », correspondant à : une prime de risque élevée, une incertitude sur la croissance et à une préférence pour le présent et la liquidité.

- Inflation / déflation

Charles du Granrut a ensuite fait une mise au point concernant les phénomènes d'inflation et de déflation. Il a rappelé en particulier qu'il ne fallait pas confondre inflation et hausse des prix : la baisse du prix des actifs observée actuellement ne se traduit pas par une déflation dans l'économie réelle.

La politique monétaire a quant à elle un rôle important à jouer dans la lutte contre l'inflation. En particulier, la question qui se pose actuellement est de savoir comment la Fed pourra retirer les liquidités qu'elle a placées sur les marchés afin d'éviter une hyperinflation. D'importantes émissions de dette publique sont à anticiper en 2009 (peut-être deux fois plus importantes qu'en 2008).

- Finalement, un certain nombre d'interrogations subsistent

- Quel sera le rôle de la finance ? Son poids dans l'emploi et le PIB va-t-il diminuer ? Comment va évoluer la dynamique concurrentielle ? En effet, d'énormes conglomérats apparaissent sur le plan mondial, et l'Union européenne sera peut-être obligée d'autoriser elle aussi la création de tels groupes financiers à l'échelle européenne. Dans ce cas, quelle régulation et quel contrôle envisager ?

- Se dirige-t-on vers une nouvelle géographie économique ? Charles du Granrut propose d'opposer les cigales que seraient les Etats-Unis et la France, aux fourmis que seraient la Chine et l'Allemagne.

- Enfin, des questions se posent aussi au niveau des flux financiers mondiaux, en particulier entre les Etats-Unis et la Chine : de tels flux sont-ils tenables sur le long terme ?

Questions

1. Les fondamentaux de l'économie américaine (population, ressources naturelles...) suffiront-ils à relancer la croissance économique du pays ?

CDG : Ce serait plus la politique monétaire agressive du pays qui lui permettrait de relancer sa croissance.

2. Pensez-vous qu'il existe ou non une déconnexion entre les sphères financière et économique ?

Par certains côtés, le marché financier est en prise avec l'économie réelle. Il a en

tout cas permis des effets de richesse et d'endettement, et a financé la croissance économique américaine des dernières années. Il est aujourd'hui possible de dire que ce fonctionnement particulier a constitué un « programme keynésien financé par les marchés » (via l'endettement). D'autre part, les marchés financiers se nourrissent de ce qui se passe dans l'économie réelle, même s'il est vrai que, parfois, ils surréagissent à ces événements.