

## Qu'est-ce qui est le plus en amont dans la crise ?

*On attribue souvent la crise aux "dérives" de la finance et des banques. Mais il faut comprendre que la crise a des causes beaucoup plus profondes. Si on remonte de l'aval vers l'amont, on peut identifier :*

- *les excès de la finance et des banques,*
- *la hausse des taux d'endettement et l'excès de liquidité,*
- *les inégalités de revenu et le besoin de soutenir la demande par le crédit,*
- *la désindustrialisation et la polarisation des marchés du travail,*
- *la globalisation et les écarts de taux de change réels.*

*Il est triste que les gouvernements, le G20 ne regardent que la cause la plus en aval de la crise (la finance et les banques) ; les "intellectuels" remontent jusqu'aux inégalités de revenu, mais les relient rarement à la désindustrialisation et à la globalisation.*

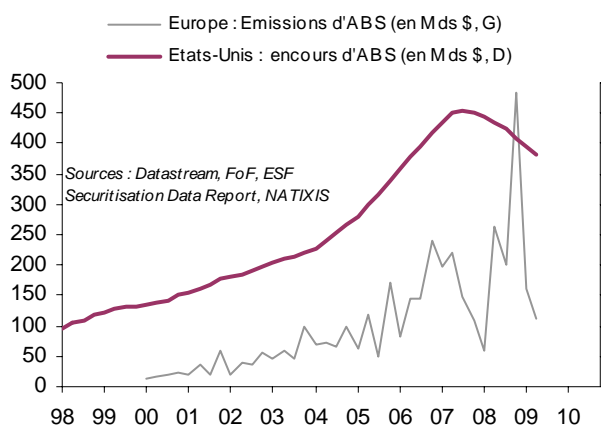
*Il faut bien identifier cette hiérarchie (de l'aval vers l'amont) des causes de la crise pour mener des politiques efficaces : à court terme, politiques redistributrices, à long terme, politiques de réindustrialisation et peut être de gestion coordonnée des taux de change.*

## A quoi le consensus attribue-t-il la crise ?

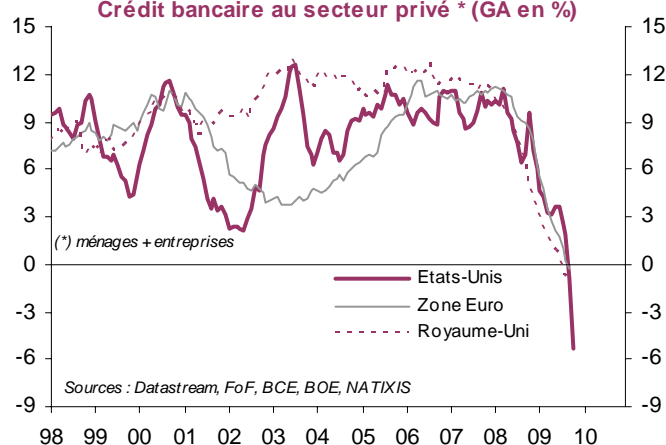
La réponse à cette question est simple : le consensus de l'opinion, des médias, attribue la crise :

- aux **"débordements" de la finance** : croissance rapide des encours d'actifs risqués (**graphique 1**), dont le degré de risque est mal connu des investisseurs avec leur très bon rating initial (**tableau 1**) ; pertes des banques (**tableau 2**) qui ont investi dans ces actifs, qui ont développé exagérément leurs opérations de trading pour compte propre, et qui ont rationné le crédit (**graphique 2**) lorsque ces pertes sont apparues ;

**Graphique 1**  
Encours et émissions d'ABS



**Graphique 2**  
Crédit bancaire au secteur privé \* (GA en %)



**Tableau 1**  
Etats-Unis : Structure par rating des encours ABS

	T1-2008	T1-2009	T2-2009
Aaa	81,76%	46,19%	41,16%
Aa	5,37%	7,50%	8,11%
A	3,95%	6,22%	6,87%
Baa	4,82%	8,00%	7,57%
Ba	1,41%	5,30%	6,71%
B	1,09%	7,21%	7,95%
Caa	0,66%	10,28%	9,93%
Ca	0,47%	4,93%	5,89%
C	0,45%	4,36%	5,81%

Source : Moody's

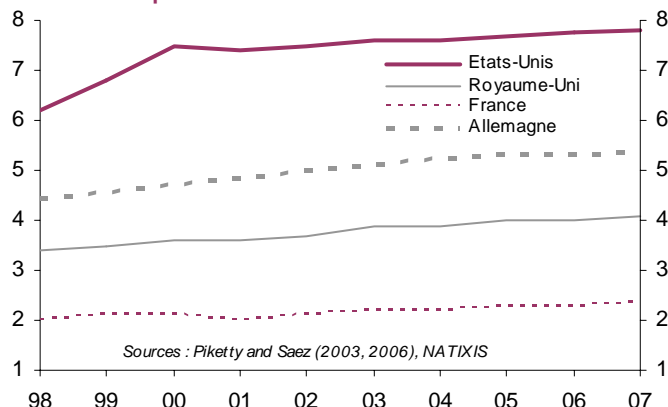
**Tableau 2**  
Dépréciation d'actifs des banques (en Mds de \$)

Mds de \$	Total	4Q - 09	3Q - 09	2Q - 09	1Q - 09	4Q - 08	3Q - 08	2Q - 08	1Q - 08	4Q - 07	3Q - 07	Avant 3Q - 07
Amérique	1107,9	0	33,1	102,9	100,7	243,3	205,3	111,8	135,3	128,3	42,9	4,3
Europe	520,1	0	6,5	23,9	44,4	137,6	59,8	61,1	84,3	85,7	15,7	2,8
Monde	1670,9	0	39,5	126,9	148,9	385,3	271	176,6	231,3	225,6	59,9	7,4

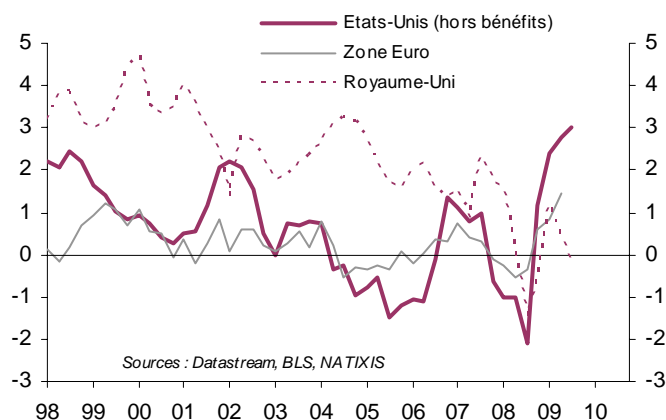
Sources : Bloomberg, NATIXIS

- pour beaucoup d'intellectuels, aux **inégalités croissantes de revenus** (**graphique 3**), à la **faiblesse des hausses de salaires aux Etats-Unis et dans la zone euro** (**graphique 4**), qui ont conduit les gouvernements et les Banques Centrales à **soutenir la demande par l'expansion du crédit** (**graphique 2** plus haut), ce qui a amené à la crise en raison du **surendettement induit** des banques (**graphique 5**) et du secteur privé (**graphique 6**).

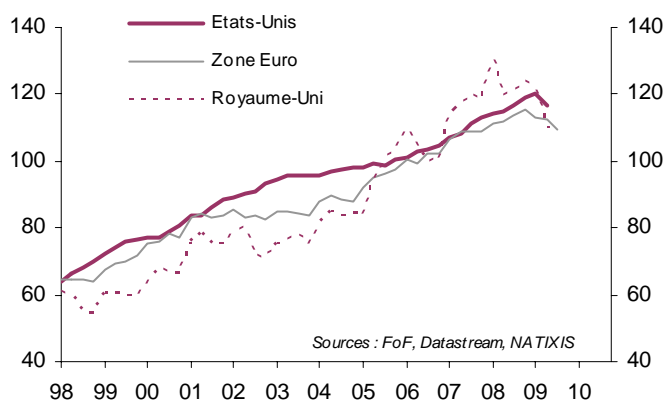
**Graphique 3**  
Partis des 0,1% d'individus ayant le revenu le plus élevé dans le revenu national



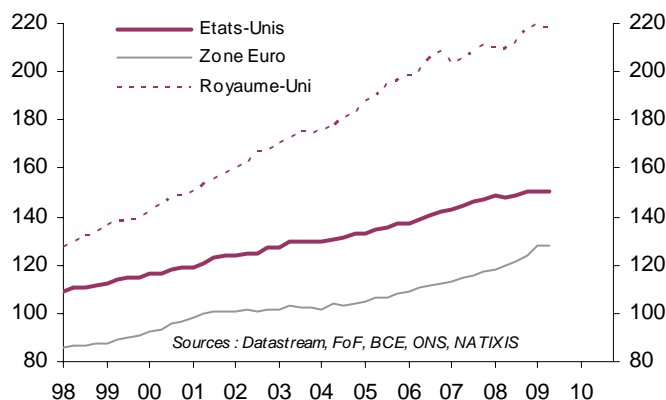
**Graphique 4**  
Salaire réel par tête (déflaté par CPI, GA en %)



**Graphique 5**  
Dettes du secteur financier (en % PIB)



**Graphique 6**  
Dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB)



Mais les analyses faites confondent souvent les mécanismes "amont" (qui sont fondamentaux dans le déclenchement de la crise) et les mécanismes "aval" (qui sont des conséquences, comme la crise, de mécanismes "amont" fondamentaux) :

- les gouvernements ont passé beaucoup de temps à essayer de réglementer les rémunérations dans les banques, alors que la finance, on va le voir, a simplement permis que le projet de stimulation de la demande par le crédit soit réalisable ;
- les "intellectuels" ou les partis politiques se sont concentrés sur la responsabilité de l'ouverture des inégalités de revenus dans la crise. Mais l'ouverture des inégalités de revenus n'a pas été décrétée : elle est une conséquence de l'évolution de la structure des emplois (déindustrialisation et déqualification) due à la globalisation.

Pour répondre à la crise, il faut donc bien identifier la chronique des causes de la crise, depuis les causes les plus en amont jusqu'aux crises les plus en aval.

## La hiérarchie des causes de la crise, de l'amont à l'aval

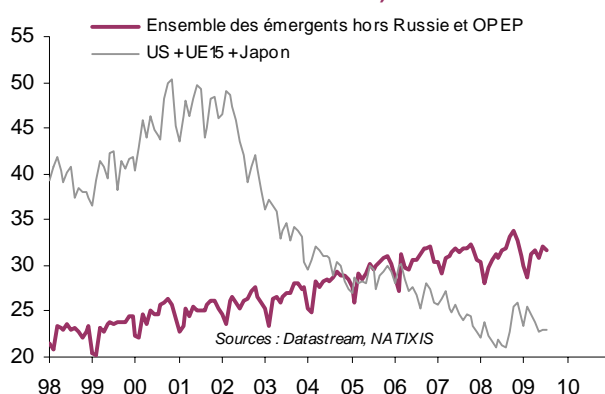
Nous pensons que **la hiérarchie des causes de la crise, de l'amont à l'aval, est la suivante :**

1. globalisation, et renforcement de la concurrence des émergents par les distorsions des taux de change réels ;
2. désindustrialisation, déqualification et polarisation des marchés du travail ;
3. inégalités de revenus, faiblesse des salaires, et besoin de soutien de la demande par le crédit ;
4. hausse des taux d'endettement et excès de liquidité ;
5. ingénierie financière, et excès de la finance et des banques.

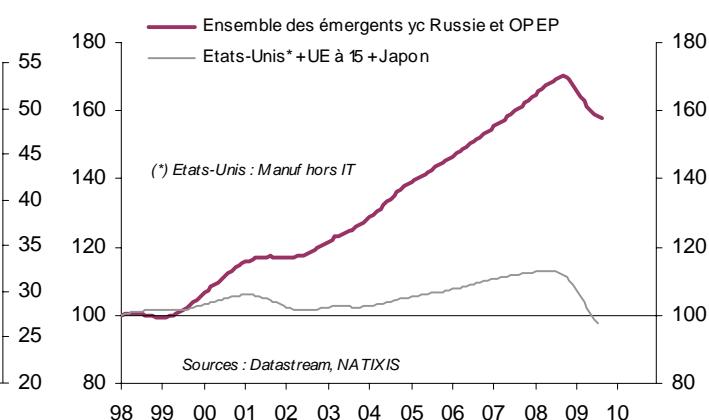
### 1 # Globalisation et anomalies des niveaux des taux de change réels

L'ouverture aux échanges avec les pays émergents a conduit **à une très forte hausse des parts de marché de ces pays** dans le commerce mondial et dans la production mondiale (graphiques 7 a/b).

**Graphique 7 a**  
Exportations en valeur (en % des exportations Mondiales)

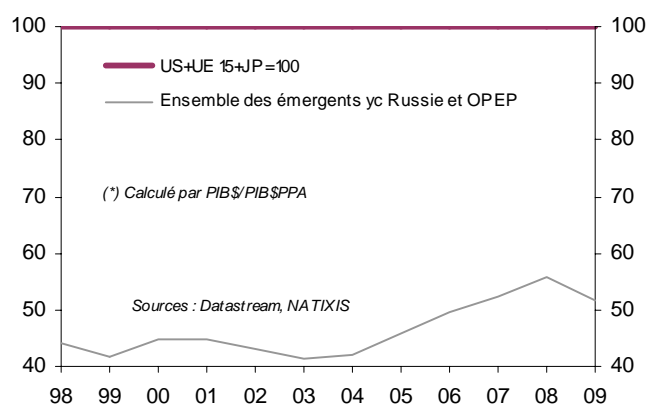


**Graphique 7 b**  
Production manufacturière (100 en 1998:1)

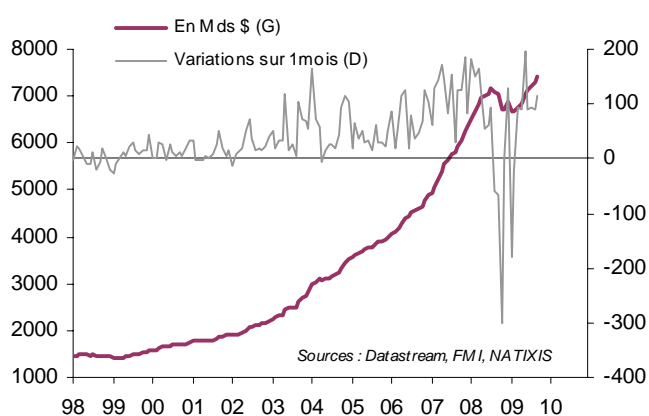


Cette perte de parts de marché des pays de l'OCDE a été renforcée par la sous-évaluation réelle des monnaies des émergents (graphique 8 a), entretenue par les interventions de change des pays émergents (graphique 8 b).

**Graphique 8 a**  
Coût salarial unitaire\*

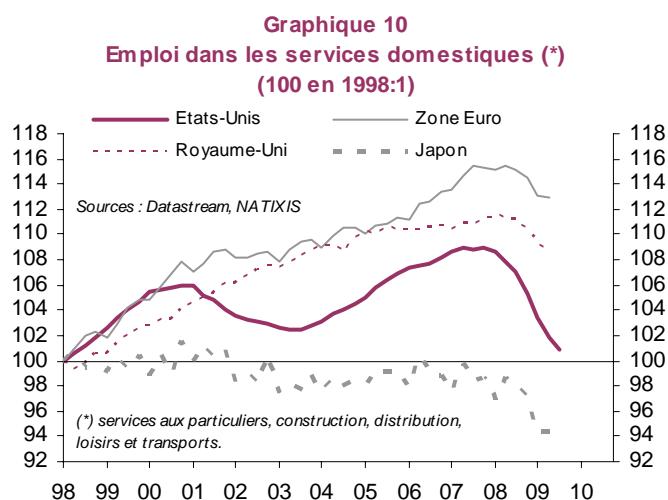
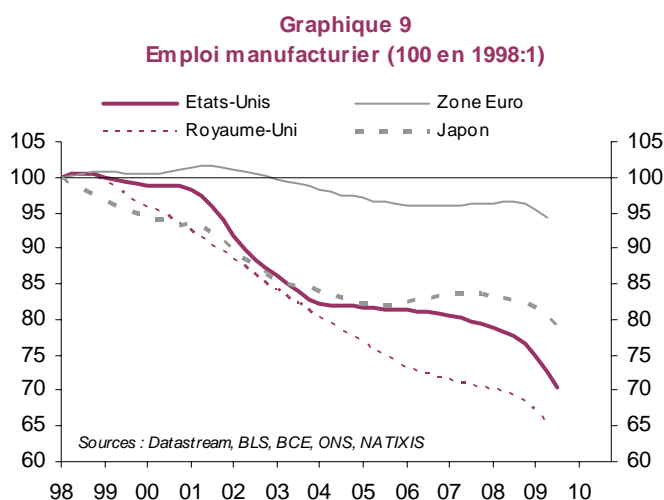


**Graphique 8 b**  
Réserves de change mondiales (en Mds \$)



## # 2 Désindustrialisation, déqualification

Les pertes de parts de marché des pays de l'OCDE conduisent à **une réduction de la taille de l'industrie dans ces pays (graphique 7 b plus haut, graphique 9)** ; la désindustrialisation conduit à **une modification de la structure des emplois, avec la substitution avant la crise d'emplois dans les services domestiques, en moyenne peu qualifiés, aux emplois industriels (graphique 10).**



## # 3 Inégalités de revenu, faiblesse des salaires, endettement

Puisque ces emplois de services domestiques ont des niveaux de revenu nettement plus faibles que les emplois industriels (le **tableau 3** montre quelques exemples), **la modification de la structure des emplois contribue freiner les salaires et à ouvrir les inégalités de revenus (graphiques 3, 4 plus haut) puisque le marché du travail se polarise aux deux extrêmes** : emplois qualifiés à rémunération élevée (IT, finance), emplois peu qualifiés à rémunération faible (services domestiques).

**Tableau 3 a**  
Etats-Unis : Salaire annuel par tête et par secteur

en Dollar	Total	Services financiers	Manufacturier	Construction	Commerce de gros	Commerce de détail	Services aux entreprises	Services aux particuliers
année 2008	29183	34911	34719	40418	36958	18559	35432	27582

Sources : Datastream, BLS, NATIXIS

**Tableau 3 b**  
France : Salaire annuel par tête et par secteur

en euros	Total	Services financiers	Manufacturier	Construction	Commerce de gros	Services aux particuliers	Services aux entreprises
année 2008	31583	47255	36365	31708	29417	25039	36928

Sources : Datastream, INSEE, NATIXIS

**Tableau 3 c**  
Allemagne : Salaire annuel par tête et par secteur

en euros	Total	Agriculture + pêche	Manufacturier	Construction	Commerce + transports + loisirs	Services financiers + services aux entreprises	Services publics et privés
année 2008	34124	19720	46893	30268	27448	35130	31187

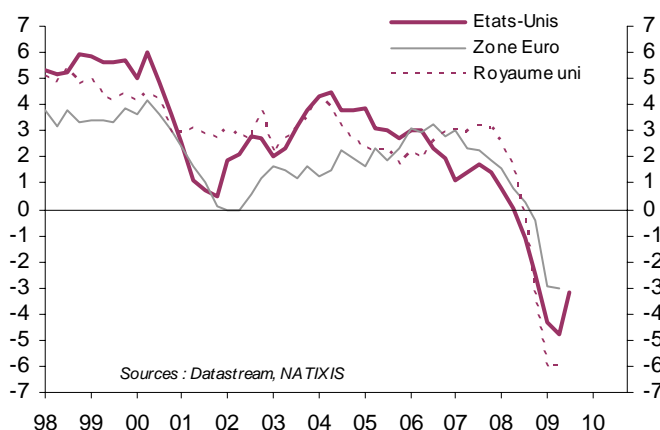
Sources : Destatis, NATIXIS

**Le soutien de la demande**, dans une situation de faible hausse des salaires, explique alors la hausse de l'endettement (graphiques 2 et 6 plus haut), le crédit étant un substitut au revenu pour financer la demande. La crise survient lorsque l'excès d'endettement force les agents économiques privés à réduire leur endettement, d'où la chute de la demande avec la disparition de la partie de la demande liée au crédit (graphique 11).

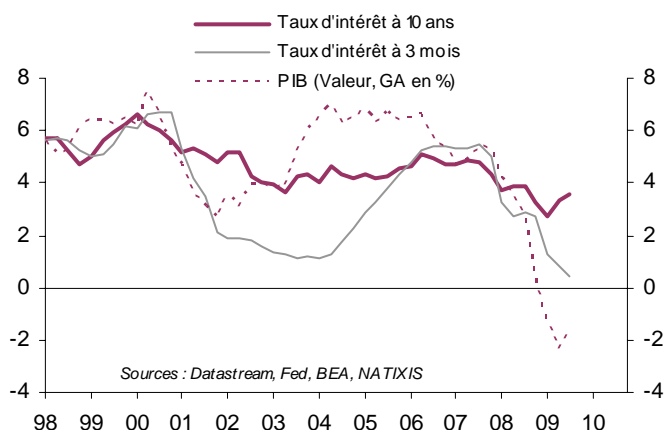
## # 4 Excès de liquidité

Pour permettre cette hausse forte des taux d'endettement qui soutient la demande, il a fallu que les politiques monétaires soient chroniquement expansionnistes, ce qui a été le cas comme le montre la hiérarchie entre les taux d'intérêt de croissance avant la crise (graphiques 12 a/b/c/d).

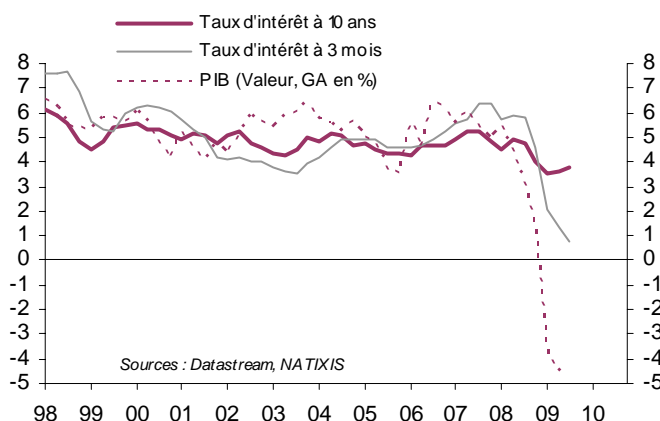
**Graphique 11**  
Demande intérieure (volume, GA en %)



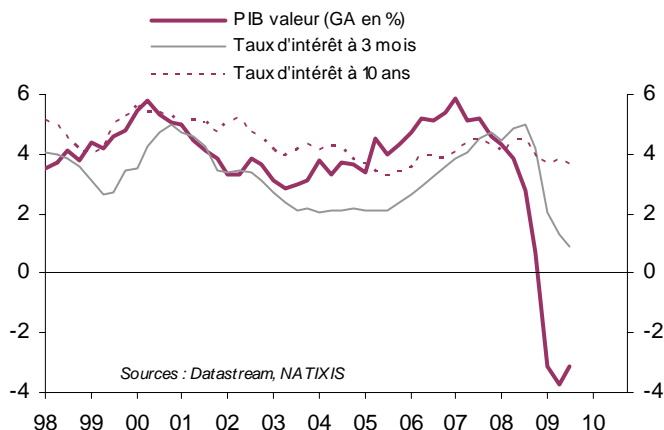
**Graphique 12 a**  
Etats-Unis : Taux d'intérêt et PIB



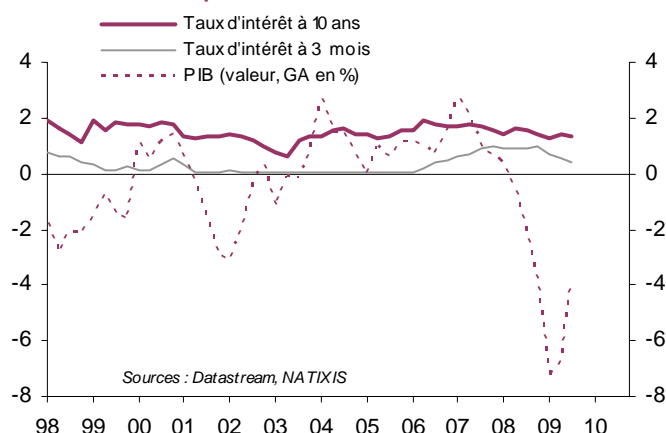
**Graphique 12 b**  
Royaume-Uni : Taux d'intérêt et PIB



**Graphique 12 c**  
Zone euro : Taux d'intérêt et PIB

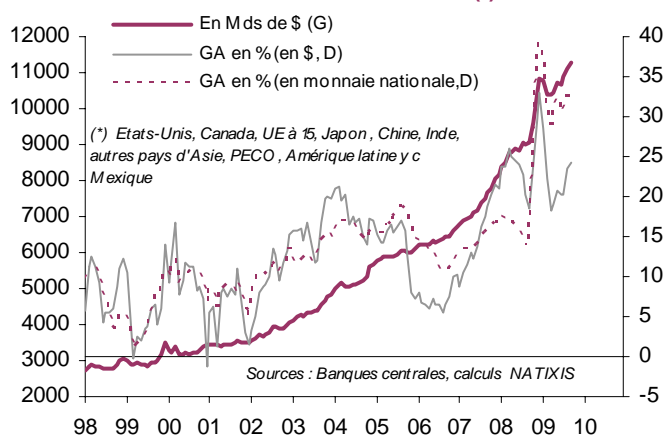


**Graphique 12 d**  
**Japon : Taux d'intérêt et PIB**

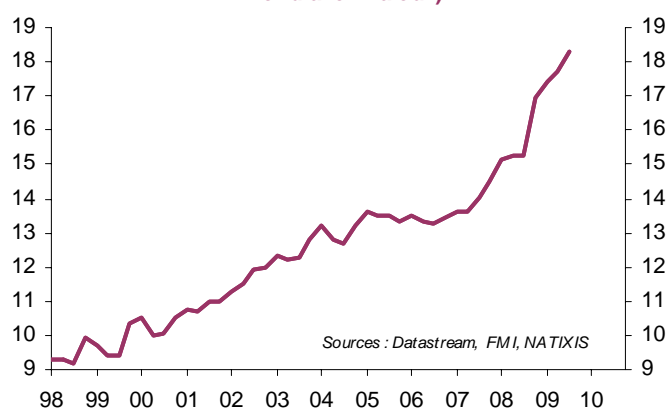


Ces politiques monétaires expansionnistes dans les pays de l'OCDE et l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents visant à maintenir la sous-évaluation réelle de leurs devises expliquent **l'excès chronique de liquidité mondiale (graphiques 13 a/b)**.

**Graphique 13 a**  
**Base monétaire mondiale (\*)**



**Graphique 13 b**  
**Monde : Base monétaire (en % du PIB mondial en valeur)**

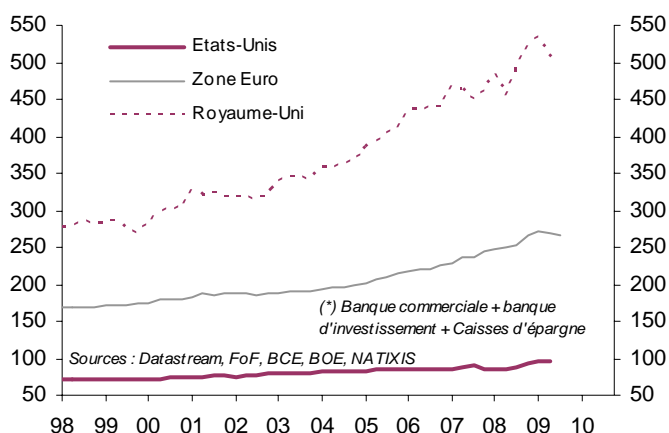


## # 5 Excès des banques et de la finance

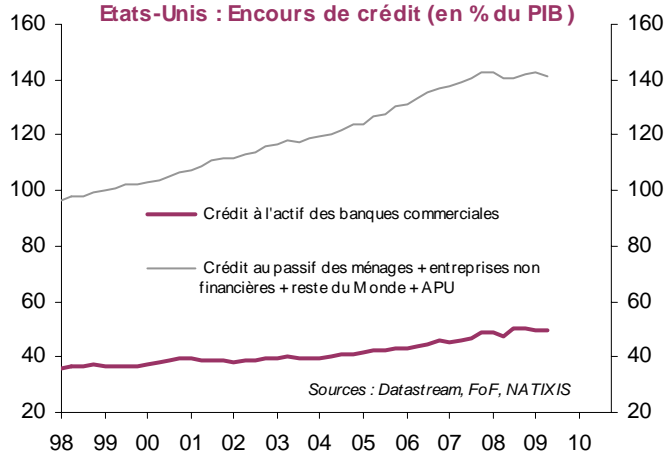
**Le comportement les banques et de la finance vient donc tout à fait en queue de chaîne** : pour que l'endettement du secteur privé puisse augmenter grâce à l'excès de liquidité, il a fallu que **la taille des banques augmente (graphique 14)** et, puisque le capital des banques est limité et que les banques voulaient aussi accroître la rentabilité de leurs fonds propres, que **le levier d'endettement des banques augmente (graphique 5 plus haut)** également.

**Ceci n'était possible qu'avec l'innovation financière** : développement des marchés d'ABS de tous types (**graphique 1 plus haut**), transformation du risque apparent, entre les crédits et les actifs titrisés..., **pour sortir les crédits des bilans des banques et leur permettre de continuer à prêter (graphiques 15 a/b)**.

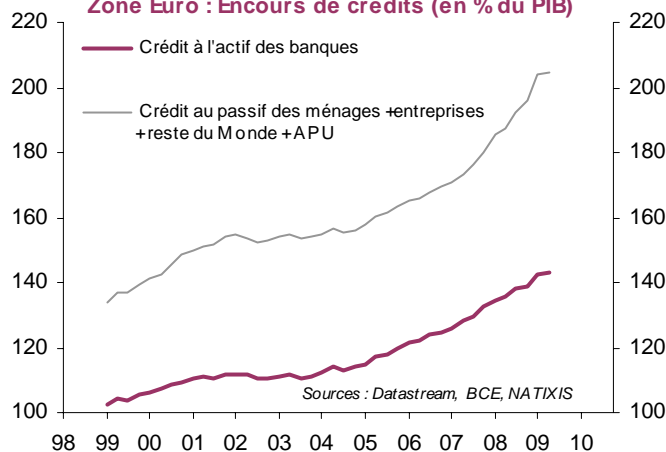
**Graphique 14**  
Taille du bilan des banques\* (en % du PIB)



**Graphique 15 a**  
Etats-Unis : Encours de crédit (en % du PIB)

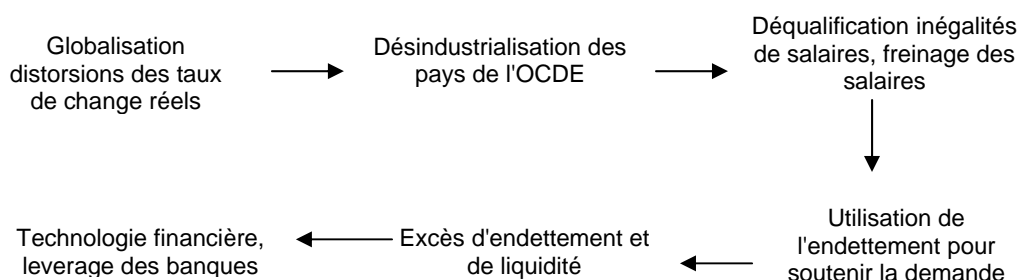


**Graphique 15 b**  
Zone Euro : Encours de crédits (en % du PIB)



**Synthèse : comment sortir de la crise ?**

La hiérarchie des causes de la crise, de l'amont à l'aval, est donc :



**Réduire la prise de risque dans les banques et dans la finance ne traite donc que les symptômes les plus en aval de la crise.**

La globalisation étant irréversible, on peut agir :

- **à court terme**, sur la demande par **les politiques redistributives** en faveur des plus bas revenus ;
- **à moyen terme**, par :
  - **des politiques de change** internationalement coordonnées visant à réduire les désajustements des taux de change réels ;
  - **des politiques de réindustrialisation** des pays de l'OCDE.

Les inégalités de revenu ne commenceront à se réduire vraiment et non artificiellement que lorsque la réindustrialisation régénérera des emplois qualifiés à niveau raisonnablement élevé de revenu.