

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 septembre 2011 – N° 700

L'origine profonde et les causes de la crise généralisée des actifs financiers

Nous sommes parvenus aujourd'hui à une situation où la quasi-totalité des actifs financiers sont jugés non crédibles et dangereux par les épargnants :

- beaucoup de dettes publiques avec l'excès d'endettement public ;
- les dettes bancaires, avec la détention de titres publics par les banques ;
- les actifs émis par les entreprises, avec la perspective de croissance faible, avec le risque de rationnement du crédit ;
- et même la monnaie, avec la croissance impressionnante de la taille des bilans des banques centrales.

Cette situation est dramatique : les actifs financiers habituels ne peuvent plus servir comme supports de l'épargne, comme réserves de valeur, et l'épargne est canalisée vers des actifs refuge improductifs (or, monnaies des pays jugés sans risque). Il ne peut en résulter que la disparition de la croissance dans les pays de l'OCDE.

Comment en est-on arrivés là, alors qu'au début des années 1990, avec la chute du mur et l'ouverture des pays émergents, on pensait que s'ouvrirait une longue période de croissance forte ?

- à partir de la seconde moitié des années 1990, de nombreux pays de l'OCDE (Etats-Unis, Royaume-Uni, pays du Sud de la zone euro) auraient dû connaître une très forte chute de leur croissance, avec la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (due à la hausse de l'exigence de rentabilité du capital), avec la concurrence croissante des pays émergents à coûts salariaux faibles et la désindustrialisation ;
- pour éviter la perte de croissance, la hausse de l'endettement du secteur privé (entreprises, puis ménages) a été utilisée pour doper la demande, d'où la crise boursière de 2000-2001, puis la première crise des banques en 2007-2008, lorsque l'endettement des ménages et en conséquence le refinancement et la taille du bilan des banques deviennent de trop grandes tailles ;
- pour compenser le passage à une dynamique de désendettement du secteur privé, l'endettement public est alors utilisé ; ceci conduit assez vite à un excès d'endettement public et à la crise de certaines dettes souveraines, donc à la seconde crise des banques, avec la forte détention de titres publics par les banques européenne ;
- lorsque les investisseurs privés ne veulent plus financer les Etats, ce sont les banques centrales qui font (Etats-Unis, pays du Sud de la zone euro) ; ceci contribue, avec la réaction à la crise, à la croissance extrêmement rapide de la liquidité (de la taille des bilans des banques centrales), donc à la perte de qualité de la monnaie (dollar, euro).

Comment sortir de cette situation ou presque tous les actifs financiers n'inspirent plus confiance ?

- par une longue période de cure de désendettement, donc de croissance très faible et d'efforts pour augmenter la croissance potentielle, comme en Allemagne de 1998-2005 ;
- par un défaut, soit un vrai défaut, soit l'usage d'une inflation salariale forte, dont on ne sait pas d'où elle pourrait venir.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

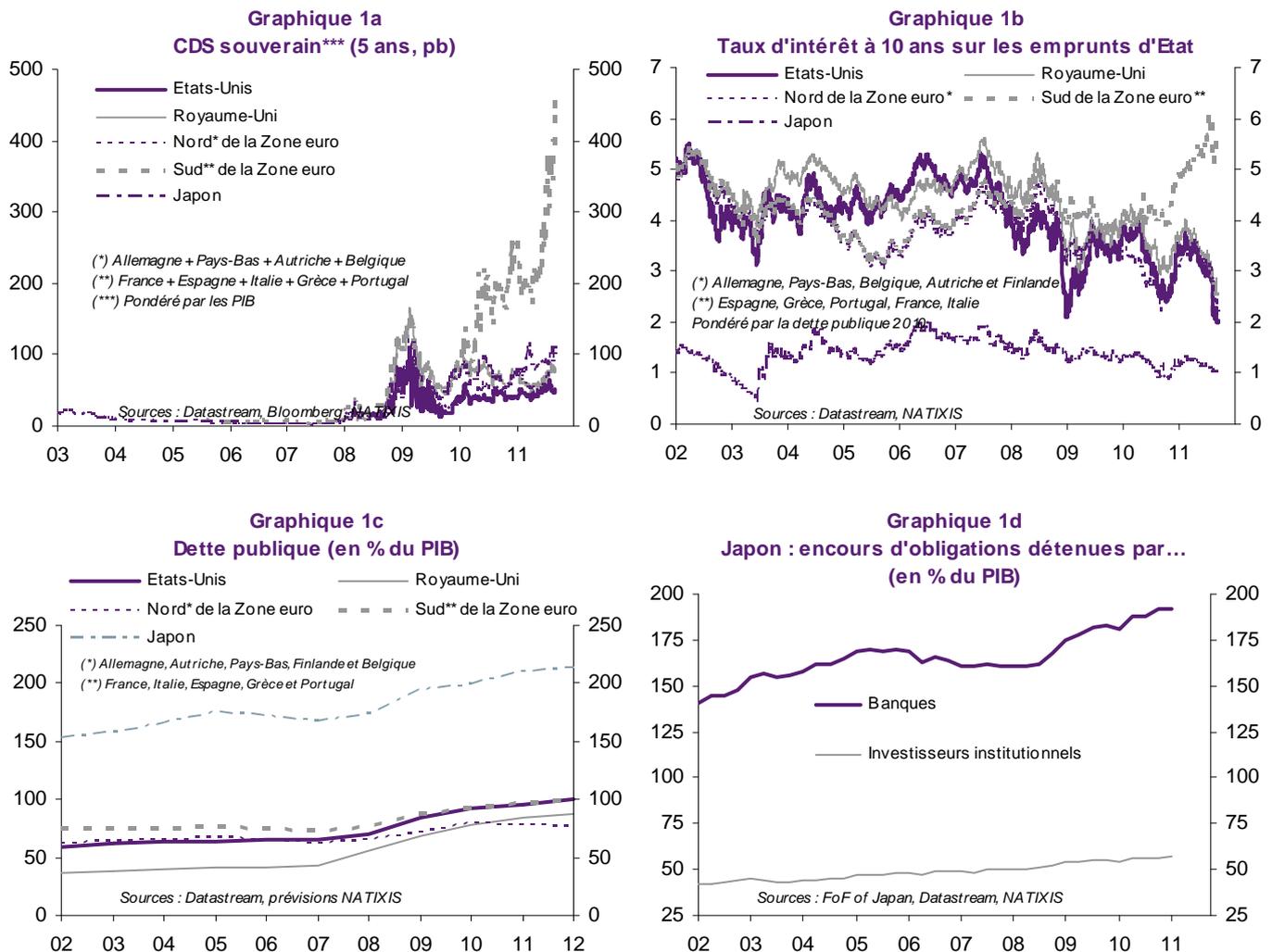
Patrick ARTUS

Rejet de presque tous les actifs par les investisseurs

On observe aujourd'hui une perte de confiance des investisseurs dans un très grand nombre d'actifs financiers :

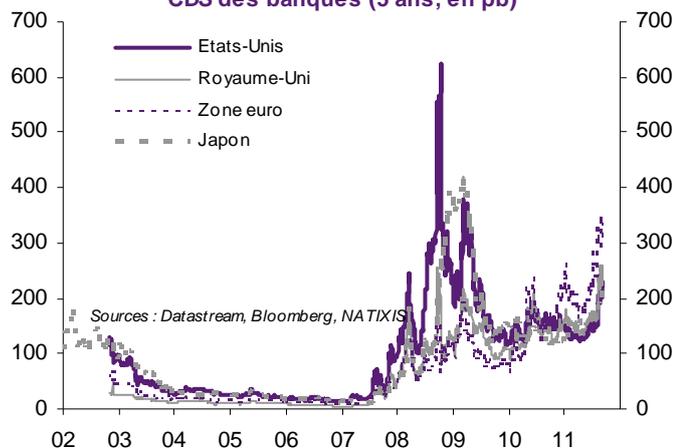
- dettes publiques, à des degrés divers, et surtout pour les pays du Sud de la zone euro (graphiques 1a/b) ;

Ceci vient de l'excès d'endettement public (graphique 1c) et n'est corrigé aux Etats-Unis que par les achats de titres publics par les banques centrales (voir plus loin), au Japon et au Royaume-Uni que par les achats de titres publics à des taux d'intérêt très bas par les investisseurs domestiques ou les banques (graphique 1d) ;

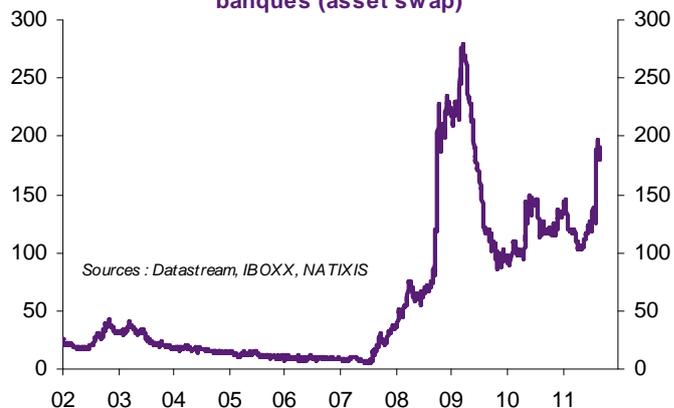


- dettes bancaires (graphique 2a), ce qui est particulièrement le cas dans la zone euro (graphique 2b), et vient de la forte détention de dettes publiques par les banques de la zone euro (tableau 1, graphique 2c) ;

Graphique 2a
CDS des banques (5 ans, en pb)



Graphique 2b
Zone euro : spread de la dette senior des banques (asset swap)



Graphique 2c
Zone euro : encours d'obligations publiques détenues par les banques (en % du PIB)

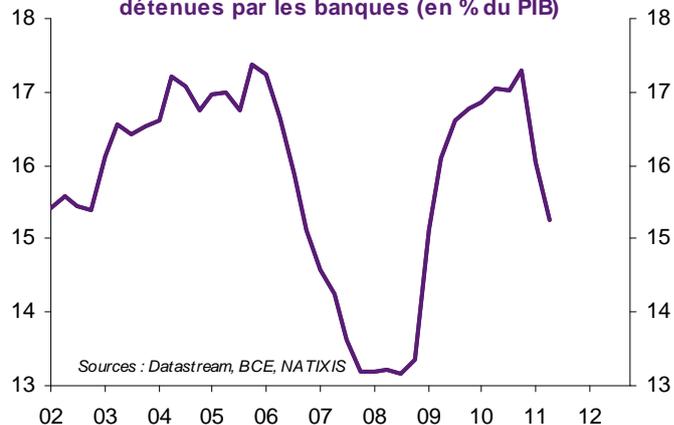


Tableau 1
Dettes publiques détenues par les banques de la Zone euro (en Mds d'euros)

		Dette de...							
Banques de...	Autriche	Belgique	Chypre	Estonie	Finlande	France	Allemagne	Grèce	
Autriche	14,59	0,44	0,02	0,00	0,12	0,40	1,44	0,46	
Belgique	2,22	29,60	0,04	0,00	0,25	3,76	13,72	3,91	
Chypre	0,33	0,04	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00	5,81	
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Finlande	0,00	0,15	0,00	0,00	0,41	0,19	0,18	0,00	
France	4,86	33,04	0,22	0,00	2,34	118,26	45,59	10,07	
Allemagne	11,28	6,49	0,22	0,02	0,80	13,57	315,31	7,93	
Grèce	0,02	0,00	0,31	0,00	0,00	0,16	0,41	54,45	
Irlande	0,48	0,21	0,00	0,00	0,04	1,20	0,60	0,04	
Italie	3,27	0,39	0,04	0,00	0,11	0,82	20,41	1,41	
Luxembourg	0,11	0,16	0,01	0,00	0,01	0,03	0,00	0,08	
Malte	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	
Pays-Bas	2,39	12,25	0,03	0,00	1,03	23,60	26,39	1,17	
Portugal	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,57	0,01	1,41	
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Slovénie	0,18	0,25	0,00	0,00	0,03	0,32	0,11	0,02	
Espagne	0,13	0,72	0,00	0,00	0,50	3,82	2,17	0,45	
Zone euro	39,86	83,73	2,33	0,02	5,64	166,72	426,37	87,23	

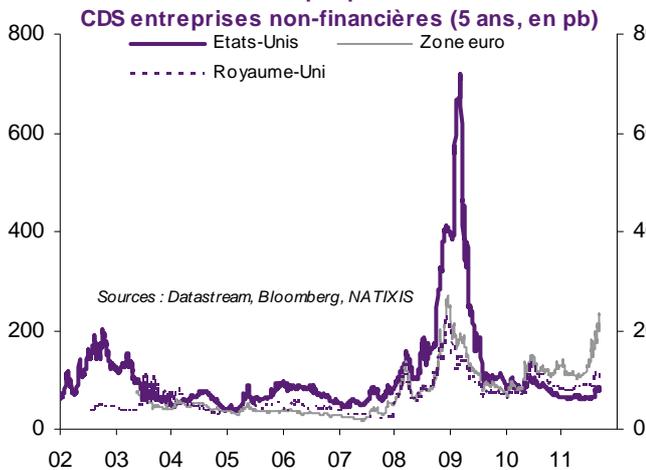
Dette de...

Banques de...	Irlande	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie	Espagne
Autriche	0,05	1,20	0,03	0,06	0,12	0,14	6,08	0,36	0,21
Belgique	0,27	21,40	0,18	0,00	0,36	2,09	2,52	0,29	2,87
Chypre	0,36	0,04	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
France	2,11	53,00	0,78	0,00	13,66	4,75	0,60	1,16	14,63
Allemagne	1,01	36,82	1,74	0,08	4,39	3,58	0,85	0,55	18,61
Grèce	0,02	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	12,47	0,85	0,00	0,00	0,52	0,24	0,00	0,00	0,33
Italie	0,17	164,01	0,51	0,00	0,17	0,37	3,83	0,32	3,23
Luxembourg	0,00	2,39	2,91	0,00	0,03	0,18	0,01	0,00	0,17
Malte	0,01	0,00	0,00	0,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	0,44	10,18	0,21	0,03	45,22	0,84	0,19	0,11	2,28
Portugal	0,52	1,02	0,00	0,00	0,01	19,57	0,07	0,00	0,25
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,02	0,10	0,01	0,00	0,21	0,02	0,02	1,46	0,03
Espagne	0,08	7,20	0,00	0,00	0,34	4,85	0,00	0,00	222,82
Zone euro	17,55	298,31	6,37	1,00	65,03	36,62	14,18	4,27	265,50

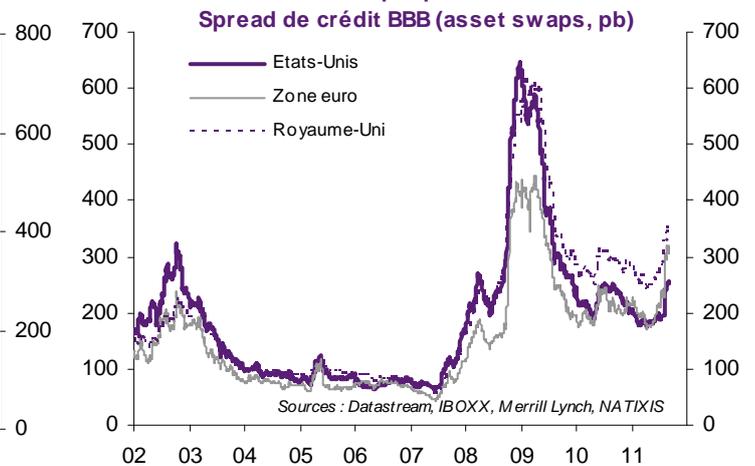
Source : European Banking Authority

- **actifs des entreprises**, ce qui est révélé par le niveau des primes de risque sur **les obligations des entreprises (graphiques 3a/b)** et **sur les actions (graphique 3c)**, et vient des inquiétudes sur la croissance et **du risque de rationnement du crédit**, comme après la crise de Lehman (**graphique 3d**), s'il y a crise bancaire.

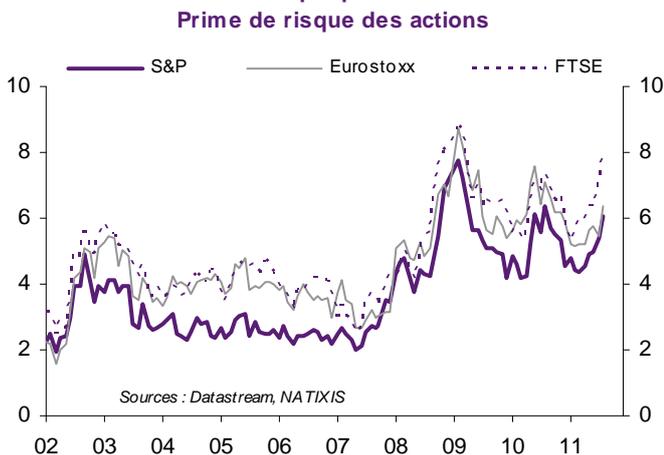
Graphique 3a



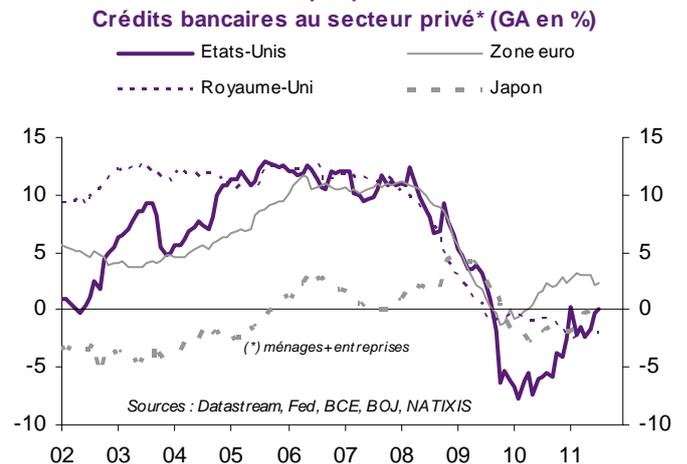
Graphique 3b



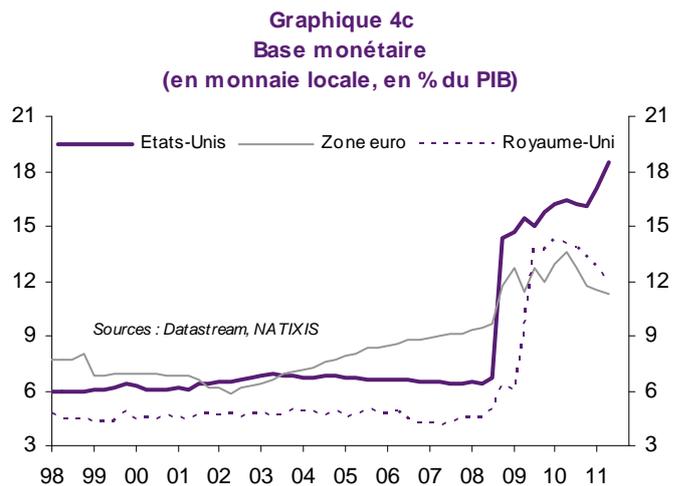
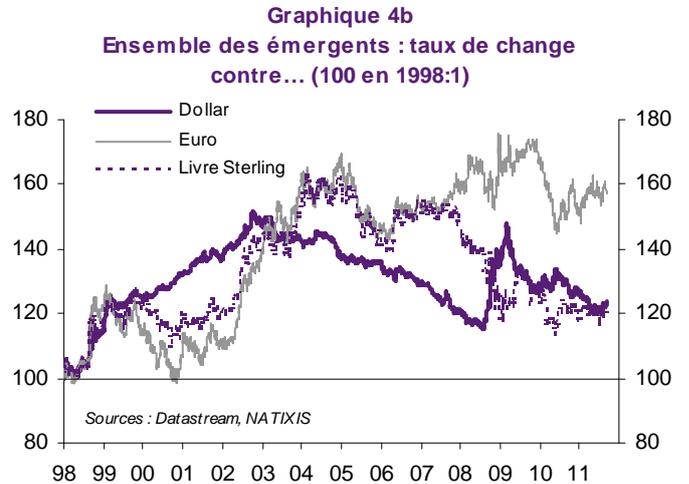
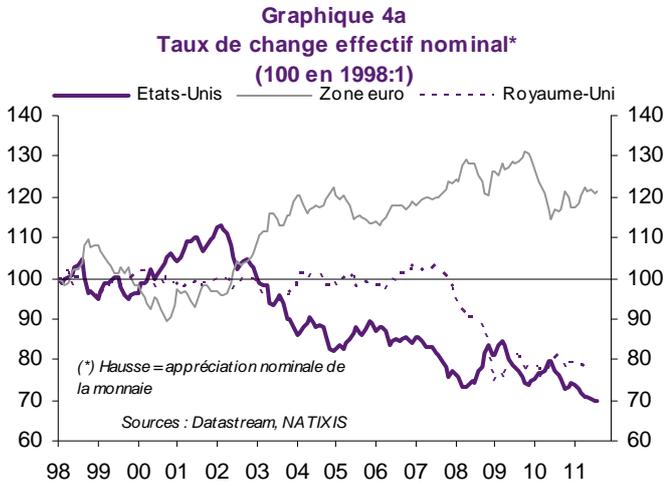
Graphique 3c



Graphique 3d



- monnaie, surtout en ce qui concerne le dollar l'euro, la livre sterling (graphiques 4a/b) avec la forte hausse de la taille des bilans des banques centrales (graphique 4c) qui inquiète sur la « qualité », la « valeur » de la monnaie (par rapport aux actifs, avec la crainte du retour de l'inflation).



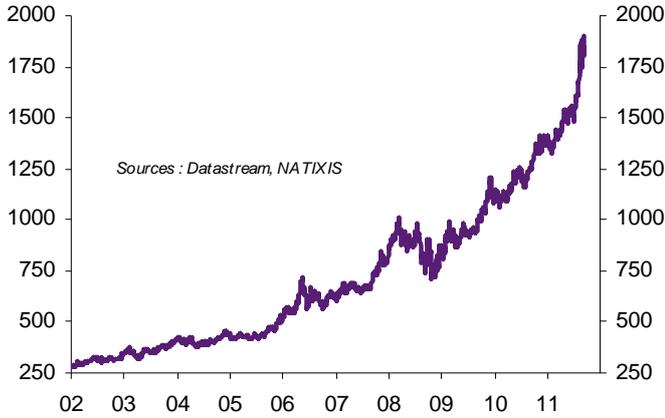
Cette situation est dramatique

Si les investisseurs refusent de financer beaucoup d'Etats, les banques, les entreprises et refusent même de détenir certaines monnaies, il devient impossible de financer les investissements (productifs, en logements, publics), et l'épargne est canalisée vers des actifs improductifs : or (graphique 5a), devises refuge (graphiques 5b/c), dettes publiques des rares pays jugés sans risque (graphique 5d).

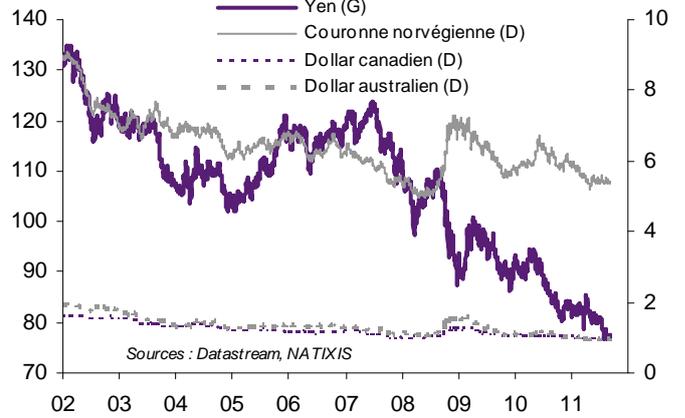
Il y a bulle sur les prix de ces actifs improductifs, et nécessairement croissance très faible (graphique 6) puisque les investissements ne sont plus finançables.

Comment en est-on arrivés là alors qu'au début des années 1990, avec la chute du Mur, l'ouverture des pays émergents, on croyait à une longue période de croissance forte ?

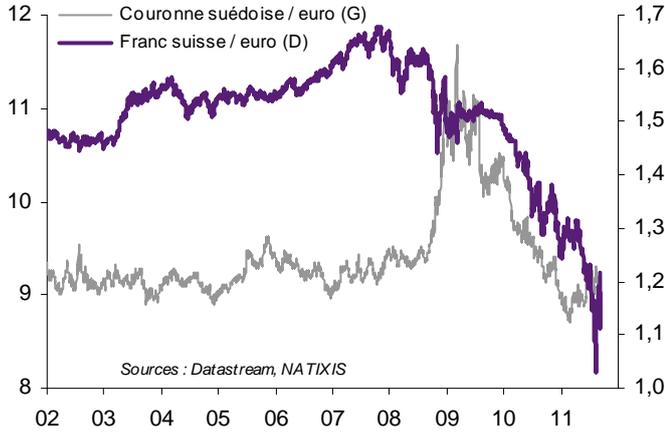
Graphique 5a
Prix de l'or (\$/Troy Ounce)



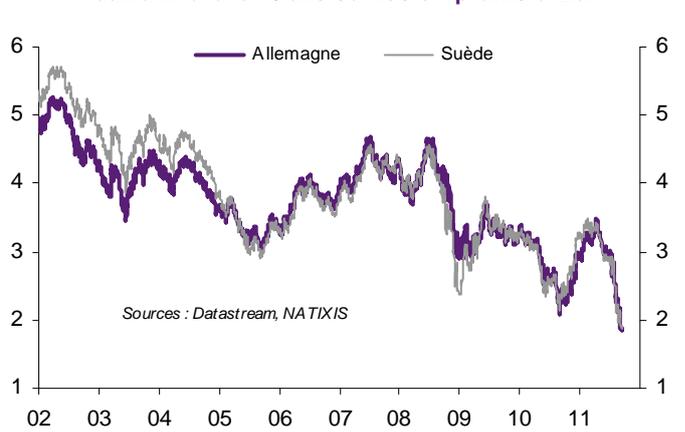
Graphique 5b
Taux de change contre dollar américain



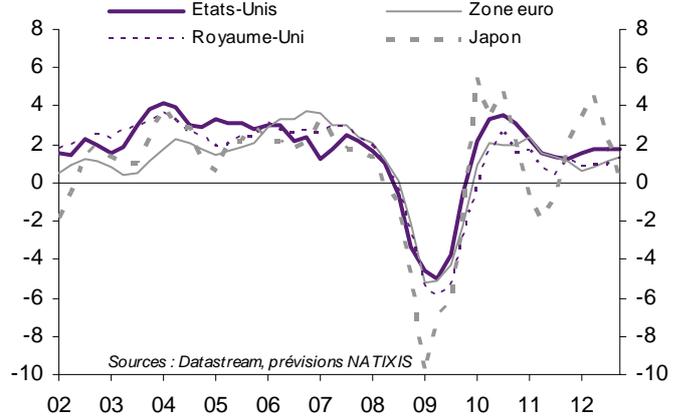
Graphique 5c
Taux de change contre Euro



Graphique 5d
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 6
Croissance du PIB en volume (GA en %)

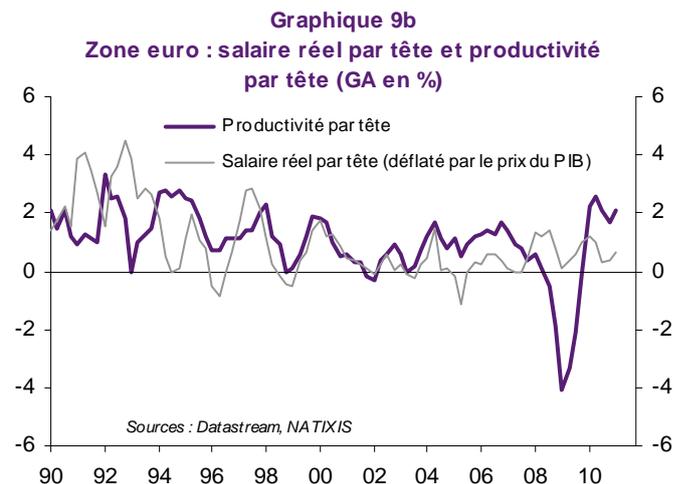
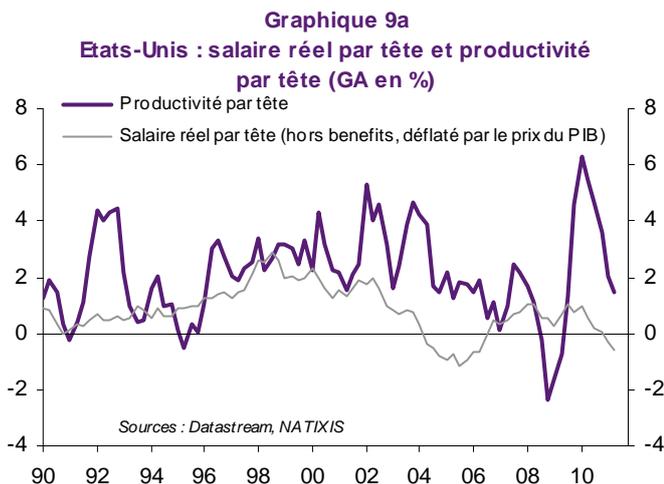
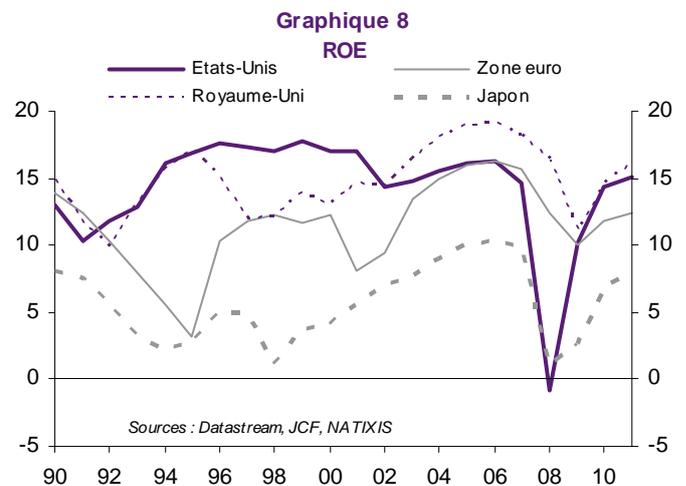
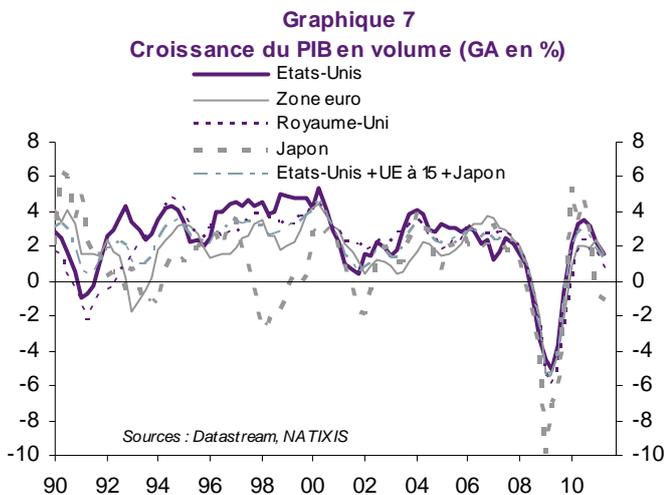


Le point de départ : la destruction de la croissance dans les pays de l'OCDE à partir du milieu des années 1990

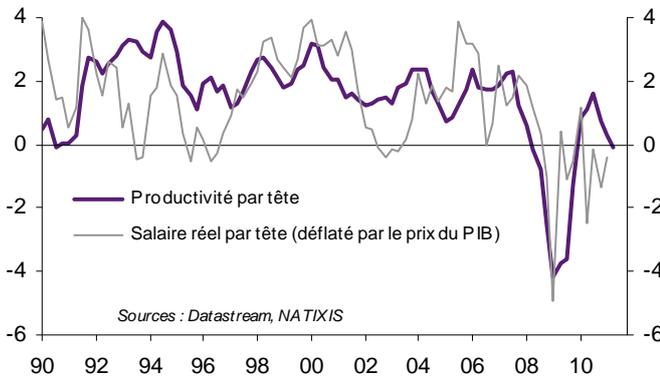
En réalité, la croissance aurait dû devenir faible dans les pays de l'OCDE à partir du milieu des années 1990, alors que ce n'est le cas que depuis 2007 (graphique 7) essentiellement pour deux raisons :

(1) la hausse de l'exigence de rentabilité du capital par les actionnaires (graphique 8, ce qu'on peut appeler le « capitalisme financier »), qui a poussé les entreprises à déformer le partage des revenus au détriment des salariés (graphiques 9a/b/d), depuis 1996 aux Etats-Unis, 2002 dans la zone euro, 1992 au Royaume-Uni, 1999 au Japon.

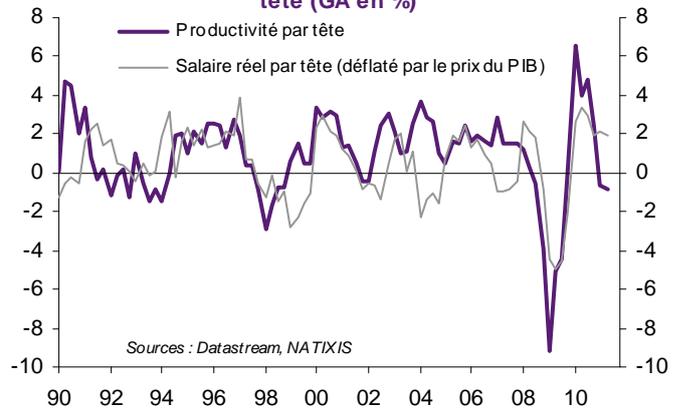
Toutes choses égales par ailleurs, la déformation du partage des revenus en faveur des profits a **comprimé les salaires (graphique 10), et aurait dû générer dès la seconde moitié des années 1990 une croissance lente de la demande des ménages** alors que (graphique 11), en dehors du Japon, ce ralentissement n'a bien que 2006-2007.



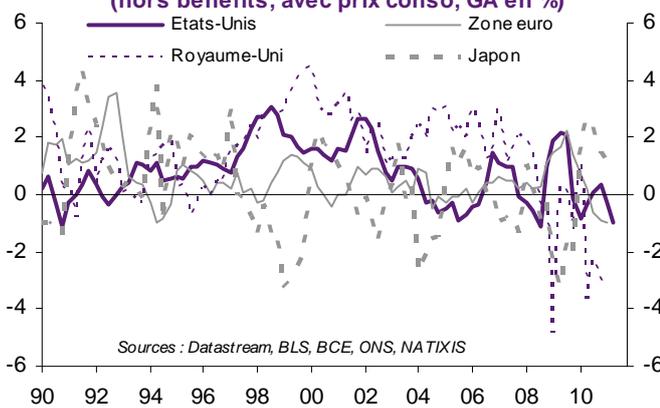
Graphique 9c
Royaume-Uni : salaire réel par tête et productivité par tête (GA en %)



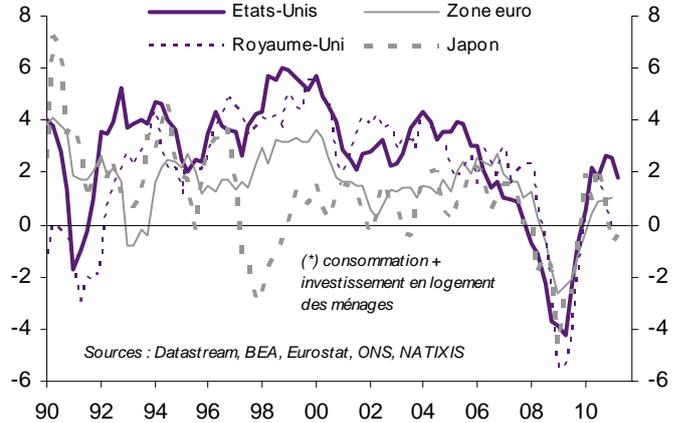
Graphique 9d
Japon : salaire réel par tête et productivité par tête (GA en %)



Graphique 10
Salaire réel par tête (hors bénéfices, avec prix conso, GA en %)



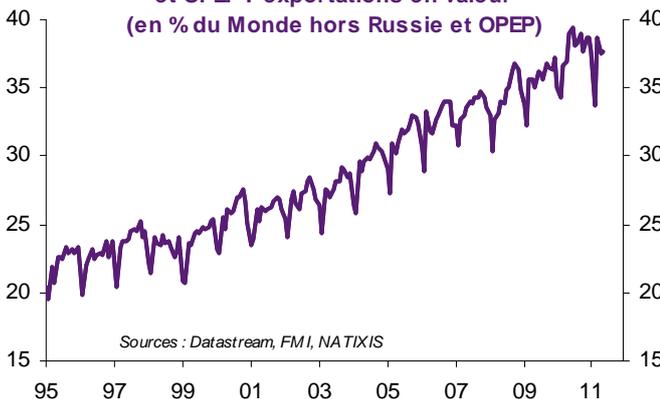
Graphique 11
Demande des ménages* (volume, GA en %)



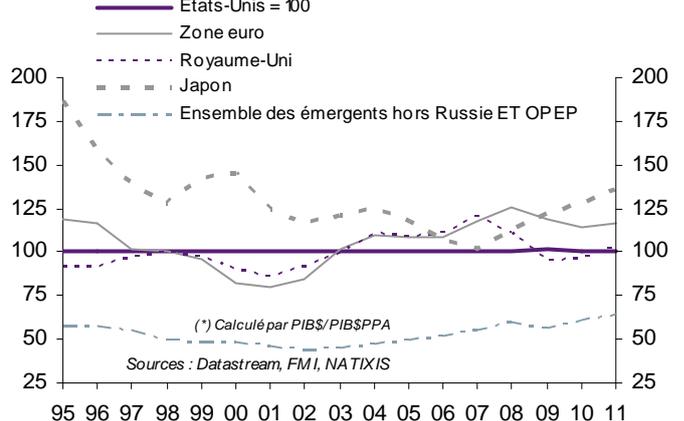
(2) la concurrence croissante et les gains de parts de marché des pays émergents à coûts salariaux faibles (graphiques 12a/b), ont conduit à la désindustrialisation des pays de l'OCDE, à l'exception des pays du Nord de la zone euro et du Japon (graphiques 13a/b), donc à la perte d'emplois qualifiés, au freinage des gains de productivité donc au recul de la croissance potentielle.

La croissance aurait donc du être faible à partir de la seconde moitié des années 1990, or, elle ne l'est que depuis 2007-2008.

Graphique 12a
Ensemble des émergents hors Russie et OPEP : exportations en valeur (en % du Monde hors Russie et OPEP)

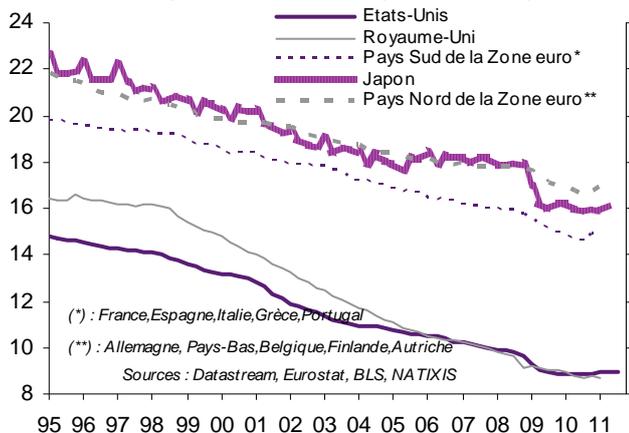


Graphique 12b
Coût salarial unitaire* (Etats-Unis = 100)



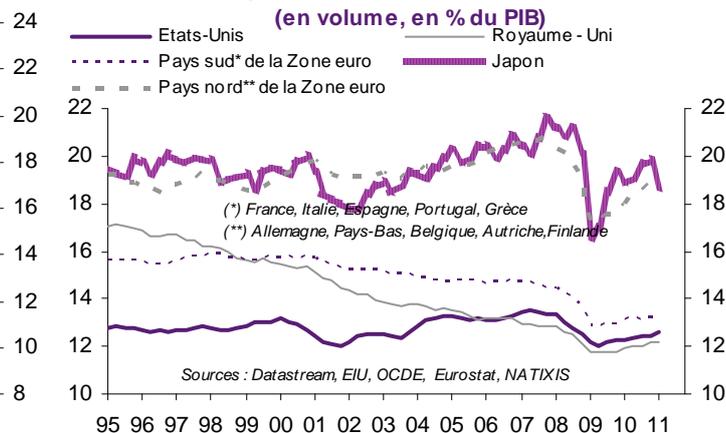
Graphique 13a

Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 13b

Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en volume, en % du PIB)

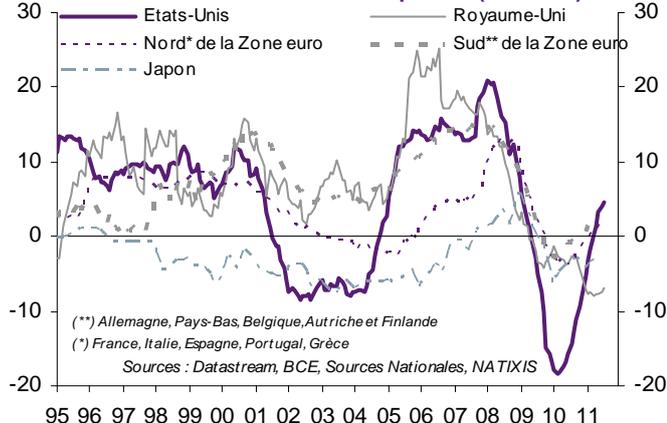


Le sauvetage de la croissance par l'endettement du secteur privé

De 1996-97 à 2007, le demande intérieure des Etats-Unis, du Royaume-Uni, des pays du Sud de la zone euro (pas de pays du Nord, et pas du Japon où le désendettement commence avec la crise de 1990) a été soutenue par l'endettement du secteur privé, surtout des entreprises dans la seconde moitié des années 1990, surtout des ménages de 2002 à 2007 (graphiques 14a/b/c).

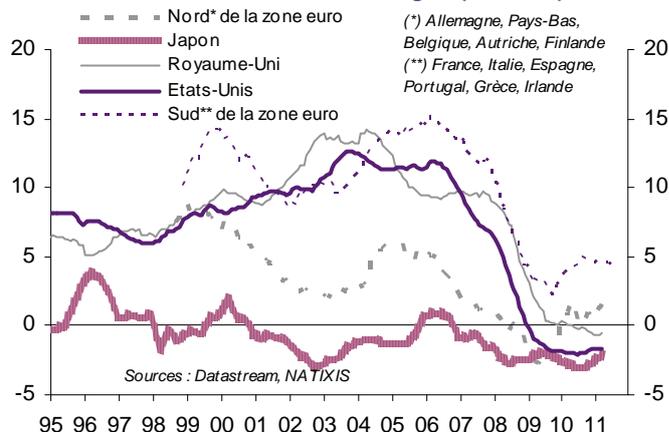
Graphique 14a

Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



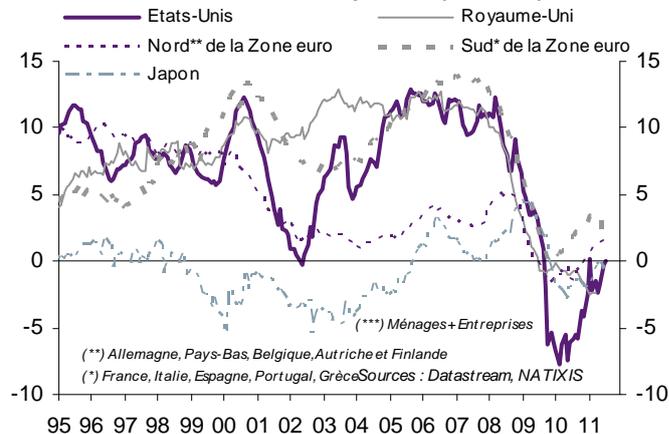
Graphique 14b

Zone euro : crédits aux ménages (GA en %)



Graphique 14c

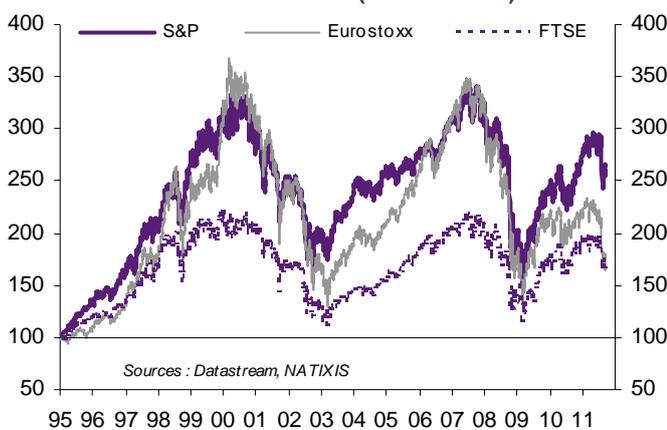
Crédits au secteur privé*** (GA en %)



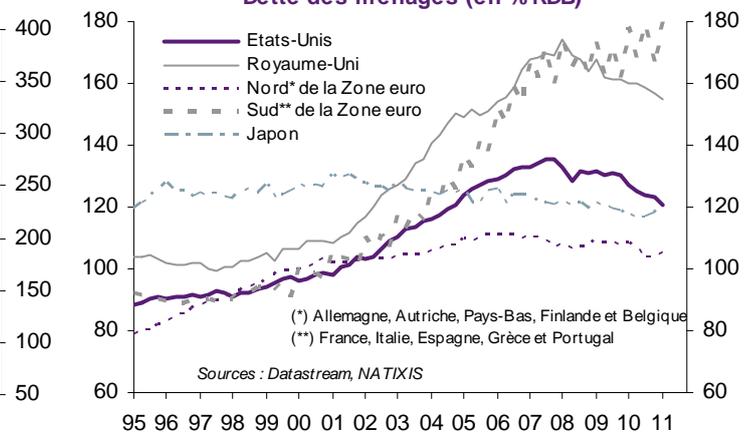
L'excès d'endettement des entreprises apparaît lorsque la bulle boursière éclate en 2000-2001 (graphique 15), ce qui conduit à la récession (voir graphique 7 plus haut) due au désendettement des entreprises (graphique 14a voir plus haut).

L'excès d'endettement des ménages (graphique 16a) apparaît lorsque les prix de l'immobilier se retournent en 2007, sauf dans le Nord de la zone euro et au Japon (graphique 16b), ce qui conduit à la première crise bancaire (graphique 2a plus haut) avec la hausse des défauts des ménages, la chute des prix des actifs liés à l'immobilier (graphique 16c), la faillite de Lehman, d'où le rationnement de crédit (graphique 14c) et la chute de l'activité, la récession mondiale (graphique 16d).

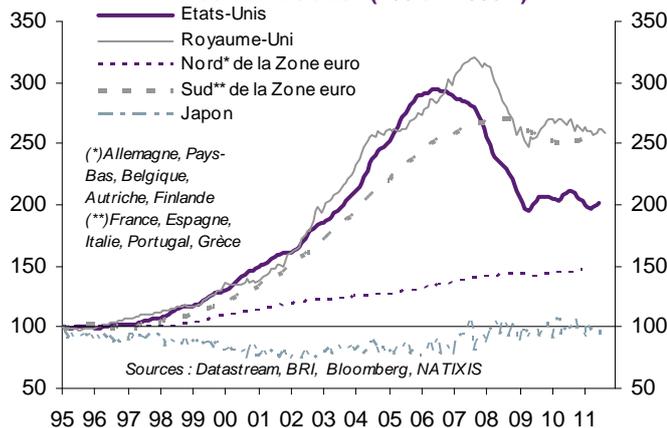
Graphique 15
Indices boursiers (100 en 1995:1)



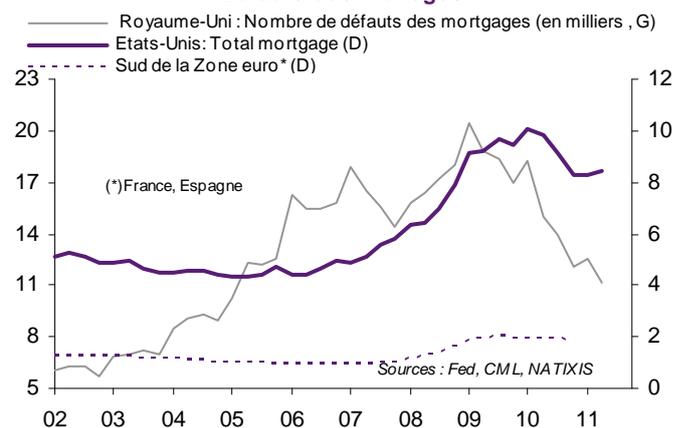
Graphique 16a
Dette des ménages (en % RDB)



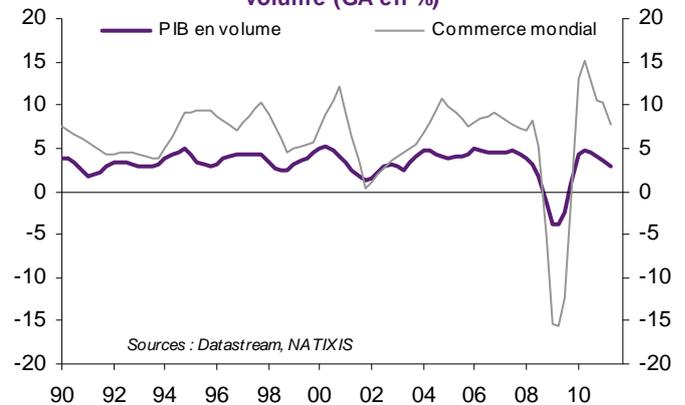
Graphique 16b
Prix de l'immobilier (100 en 1995:1)



Graphique 16c
Défauts des ménages



Graphique 16d
Monde : commerce, croissance du PIB en volume (GA en %)



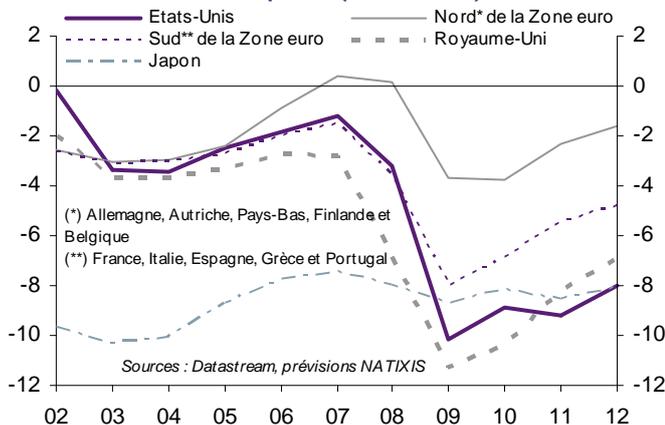
Cette première crise déclenche :

- la fragilisation des banques ;
- l'arrêt de la capacité d'endettement des ménages et des entreprises.

Relais par
l'endettement public

L'arrêt de l'endettement du secteur privé (graphique 14c plus haut), la crise économique (graphique 6 plus haut, graphique 16d voir plus haut), dans certains pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne...), le sauvetage des banques après les pertes subies sur les actifs complexes (ABS...) détenus (tableau 2), conduisent à une forte hausse des déficits publics et des taux d'endettement publics (graphiques 17a/b).

Graphique 17a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 17b
Dettes publiques (en % du PIB)

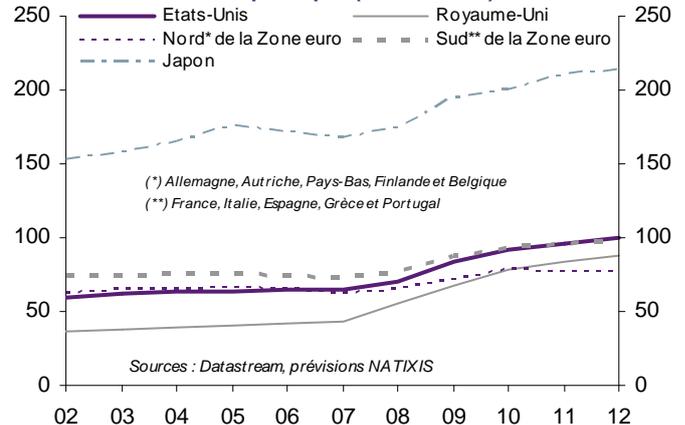


Tableau 2
Dépréciations d'actifs des banques (en Mds de \$)

In \$ billions	Total	2Q-11	1Q-11	4Q-10	3Q-10	2Q-10	1Q-10	4Q-09	3Q-09	2Q-09	1Q-09
	Dépréciation										
Monde	2074,3	0	30,3	33,1	37,5	48,6	65,6	97,8	47,8	163,9	157,7
Amérique	1311,4	0	19,7	20,5	25	30,7	49,4	50,3	31,3	102,2	103,9
Europe	709,1	0	9,8	11,7	11,7	17,6	15,6	47,5	16,6	60,8	47,1

In \$ billions	4Q-09	3Q-09	2Q-09	1Q-09	4Q-08	3Q-08	2Q-08	1Q-08	4Q-07	3Q-07	Avant 3Q-07
Monde	97,8	47,8	163,9	157,7	395,5	268,8	178,6	227,8	222,7	59,9	3,5
Amérique	50,3	31,3	102,2	103,9	243,4	205,7	112,7	135,3	128,4	42,9	0,7
Europe	47,5	16,6	60,8	47,1	147,5	56,7	61,9	79,9	82,2	15,6	2,8

Source : Bloomberg and companies

Assez vite, ceci conduit à une crise des dettes souveraines, les investisseurs privés ne voulant plus financer les Etats surendettés.

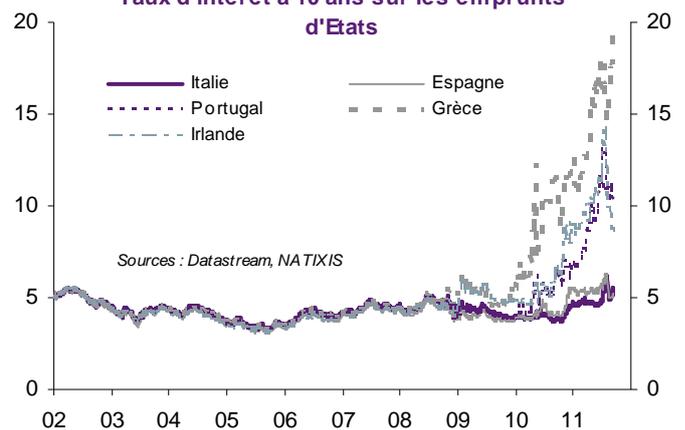
Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, on verra plus, l'intervention des banques centrales ou des banques assure le financement des déficits publics ; au Japon, c'est, on l'a vu plus haut, l'intervention des banques.

De ce fait, la crise des dettes souveraines s'est concentrée dans les pays du Sud de la zone euro (graphiques 1a/b plus haut, graphique 18), mais sans l'intervention des banques centrales et des banques, elle aurait pu s'étendre aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

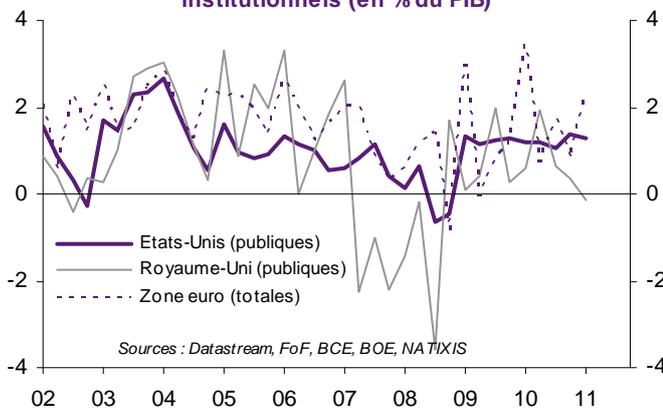
De fait, comme on l'a dit plus haut, les investisseurs privés ne souhaitent plus acheter de dettes publiques : les investisseurs institutionnels au Royaume-Uni, les banques partout (graphique 19a/b).

La crise des dettes souveraines de la zone euro déclenche la seconde crise des banques (graphiques 2a/b plus haut), en raison au départ de la forte détention de dettes souveraines par les banques de la zone euro (graphique 2c et tableau 1 plus haut).

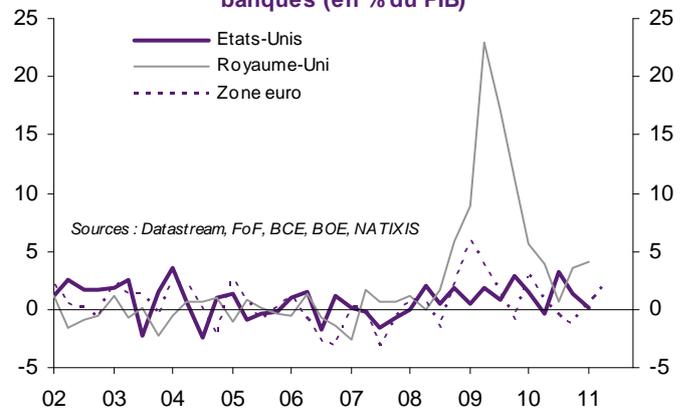
Graphique 18
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etats



Graphique 19a
Achats nets d'obligations par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Graphique 19b
Achats nets d'obligations publiques par les banques (en % du PIB)



Dernier relais par les banques centrales

La très forte croissance de la liquidité (de la base monétaire, **graphique 4c** plus haut) est due aux politiques monétaires très expansionnistes, menées par les banques centrales (**graphique 20**) et **aux achats d'actifs par les banques centrales** : d'abord liés à l'immobilier pendant la crise immobilière de 2008-2009 (**tableaux 3a/b**), puis **dettes publiques** à partir du début de la crise des dettes souveraines (**tableaux 3a/c/d**).

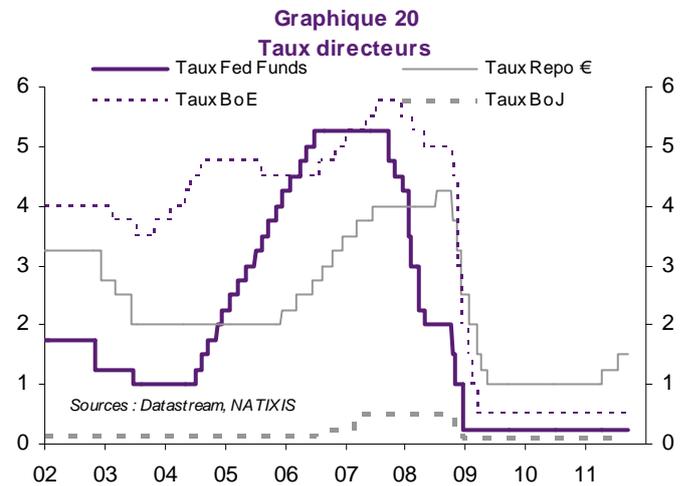


Tableau 3a
Actifs détenus par la Réserve Fédérale (Mds de \$)

	U.S. Treasury	Federal agency	Mortgage-Backed securities	Repurchase agreements	Term Auction Credit	Other Loans	Commercial paper	Liquidity Swaps	Other Federal Reserve assets	Total factors supplying reserve funds
01/01/2007	778,87	0,00	0,00	25,50	0,00	0,21	0,00	0,00	40,40	895,53
01/02/2007	779,45	0,00	0,00	36,29	0,00	0,03	0,00	0,00	37,88	904,75
01/03/2007	780,88	0,00	0,00	32,18	0,00	0,08	0,00	0,00	39,40	903,58
01/04/2007	784,79	0,00	0,00	24,96	0,00	0,12	0,00	0,00	40,94	901,50
01/05/2007	790,24	0,00	0,00	25,86	0,00	0,13	0,00	0,00	38,77	905,27
01/06/2007	790,48	0,00	0,00	17,79	0,00	0,18	0,00	0,00	40,03	899,36
01/07/2007	790,69	0,00	0,00	18,86	0,00	0,24	0,00	0,00	41,15	901,79
01/08/2007	784,63	0,00	0,00	24,57	0,00	1,58	0,00	0,00	39,31	901,91
01/09/2007	779,63	0,00	0,00	39,11	0,00	0,31	0,00	0,00	40,90	911,64
01/10/2007	779,57	0,00	0,00	41,25	0,00	0,28	0,00	0,00	42,24	914,53
01/11/2007	779,68	0,00	0,00	49,25	0,00	0,06	0,00	0,00	41,12	921,46
01/12/2007	754,61	0,00	0,00	39,54	20,00	4,83	0,00	14,00	41,30	925,27
01/01/2008	718,35	0,00	0,00	29,39	50,00	0,03	0,00	24,00	43,65	916,19
01/02/2008	713,36	0,00	0,00	42,86	60,00	0,17	0,00	10,00	41,49	918,70
01/03/2008	628,98	0,00	0,00	84,82	80,00	33,48	0,00	0,00	43,41	921,26
01/04/2008	548,68	0,00	0,00	107,54	100,00	30,18	0,00	36,00	45,08	917,73
01/05/2008	491,06	0,00	0,00	105,04	150,00	28,34	40,819	62,00	43,71	930,95
01/06/2008	478,77	0,00	0,00	121,68	150,00	20,87	226,008	62,00	43,28	927,38
01/07/2008	479,17	0,00	0,00	113,71	150,00	17,64	249,91	62,00	44,99	947,18
01/08/2008	479,60	0,00	0,00	103,39	150,00	18,57	265,691	67,00	40,92	939,41
01/09/2008	476,56	3,71	0,00	111,71	150,00	187,75	282,197	135,23	40,98	1186,17
01/10/2008	476,46	13,57	0,00	80,00	301,36	359,01	297,576	531,06	42,84	2107,74
01/11/2008	476,42	12,26	0,00	80,00	406,51	283,18	308,518	479,44	39,97	2144,35
01/12/2008	476,07	19,93	0,00	80,00	420,81	196,87	325,796	543,61	43,75	2232,60
01/01/2009	475,20	26,67	6,82	17,14	415,86	150,01	316,2	465,85	44,21	2044,63
01/02/2009	474,68	35,87	68,53	0,00	447,56	139,46	246,233	374,59	43,48	1955,69
01/03/2009	474,73	48,80	236,96	0,00	468,59	134,34	240,802	327,69	49,02	2106,57
01/04/2009	528,69	62,76	362,60	0,00	455,80	104,70	240,897	286,27	57,56	2224,57
01/05/2009	597,58	79,75	430,90	0,00	372,54	124,23	154,694	184,93	70,67	2131,13
01/06/2009	647,83	92,11	467,11	0,00	282,81	123,70	140,82	121,59	72,99	2052,09
01/07/2009	695,32	104,07	544,51	0,00	237,63	108,53	94,414	87,74	78,79	2065,80
01/08/2009	740,49	114,19	624,26	0,00	221,08	105,99	52,08	60,21	79,57	2113,68
01/09/2009	762,75	126,89	689,23	0,00	196,02	111,07	42,82	59,12	85,13	2191,00
01/10/2009	774,55	141,60	776,03	0,00	139,25	107,63	32,256	33,32	90,46	2213,18
01/11/2009	776,53	153,63	854,87	0,00	101,01	108,48	15,042	25,81	90,84	2248,83
01/12/2009	776,57	158,56	904,62	0,00	75,92	87,08	14,044	12,07	99,51	2275,79
01/01/2010	776,62	162,83	973,24	0,00	38,53	87,38	11,20	0,18	96,61	2293,66
01/02/2010	776,56	165,99	1032,74	0,00	15,43	87,21	7,72	0,00	94,97	2328,43
01/03/2010	776,65	167,49	1073,52	0,00	3,41	84,51	7,77	0,00	96,14	2357,12
01/04/2010	776,72	168,90	1099,76	0,00	0,00	78,08	6,56	0,00	96,94	2375,60
01/05/2010	776,86	167,38	1117,93	0,00	0,00	75,22	2,00	1,24	92,92	2382,60
01/06/2010	776,96	165,70	1128,42	0,00	0,00	69,43	1,00	1,25	94,79	2387,47
01/07/2010	777,02	159,38	1121,83	0,00	0,00	64,84	1,00	1,25	96,00	2371,89
01/08/2010	782,83	156,91	1111,42	0,00	0,00	57,88	0,00	0,04	92,18	2353,75
01/09/2010	801,20	156,11	1101,61	0,00	0,00	52,79	0,00	0,00	94,44	2348,93
01/10/2010	834,28	150,18	1059,45	0,00	0,00	47,84	0,00	0,06	99,09	2342,45
01/11/2010	891,52	148,76	1038,08	0,00	0,00	46,33	0,00	0,06	100,50	2377,22
01/12/2010	1010,29	147,46	1001,43	0,00	0,00	45,11	0,00	0,08	111,62	2467,30
01/01/2011	1096,40	144,80	975,53	0,00	0,00	23,57	0,00	0,07	115,17	2479,33
01/02/2011	1201,40	144,15	958,38	0,00	0,00	21,91	0,00	0,07	115,32	2565,35
01/03/2011	1295,35	138,92	943,99	0,00	0,00	19,80	0,00	0,00	120,21	2642,19
01/04/2011	1406,55	127,81	930,57	0,00	0,00	17,21	0,00	0,00	126,33	2731,93
01/05/2011	1504,59	119,21	922,63	0,00	0,00	14,65	0,00	0,00	125,91	2810,82
01/06/2011	1589,17	118,37	914,43	0,00	0,00	13,16	0,00	0,00	131,24	2886,80
01/07/2011	1634,96	113,81	901,23	0,00	0,00	12,11	0,00	0,00	135,77	2913,14
01/08/2011	1647,86	109,90	892,48	0,00	0,00	11,76	0,00	0,50	130,64	2902,85

Sources : Federal Reserve, Datastream, NATIXIS

Tableau 3b
Encours de covered bonds de la Zone euro détenu par la BCE (Mds d'€)

Date	Encours de Covered Bond	Date	Encours de Covered Bond
14/07/2009	0,24	01/10/2010	61,07
21/07/2009	2,40	08/10/2010	60,98
28/07/2009	3,57	15/10/2010	60,98
04/08/2009	4,92	22/10/2010	60,98
11/08/2009	5,93	29/10/2010	60,98
18/08/2009	7,24	05/11/2010	60,98
25/08/2009	8,47	12/11/2010	60,98
01/09/2009	9,41	19/11/2010	60,94
08/09/2009	10,47	26/11/2010	60,94
15/09/2009	11,78	03/12/2010	60,94
22/09/2009	13,29	10/12/2010	60,94
29/09/2009	14,96	17/12/2010	60,94
06/10/2009	16,49	24/12/2010	60,49
13/10/2009	17,96	31/12/2010	60,49
20/10/2009	18,64	07/01/2011	60,84
27/10/2009	20,40	14/01/2011	60,84
03/11/2009	20,93	21/01/2011	60,76
10/11/2009	21,92	28/01/2011	60,76
17/11/2009	23,52	04/02/2011	60,71
24/11/2009	24,80	11/02/2011	60,71
01/12/2009	25,96	18/02/2011	60,71
08/12/2009	26,33	25/02/2011	60,71
15/12/2009	27,03	04/03/2011	60,69
22/12/2009	28,33	11/03/2011	60,69
29/12/2009	28,74	18/03/2011	60,69
05/01/2010	28,83	25/03/2011	60,63
12/01/2010	29,49	01/04/2011	60,63
19/01/2010	31,04	08/04/2011	60,54
26/01/2010	32,68	15/04/2011	60,48
02/02/2010	34,26	22/04/2011	60,46
09/02/2010	35,36	29/04/2011	60,38
16/02/2010	36,67	06/05/2011	60,38
23/02/2010	37,89	13/05/2011	60,37
02/03/2010	39,23	20/05/2011	60,37
09/03/2010	40,53	27/05/2011	60,37
16/03/2010	42,00	03/06/2011	60,37
23/03/2010	43,16	10/06/2011	60,28
30/03/2010	44,06	17/06/2011	60,27
06/04/2010	44,89	24/06/2011	60,27
13/04/2010	46,39	01/07/2011	60,22
20/04/2010	47,69	08/07/2011	60,13
27/04/2010	49,03	15/07/2011	60,13
04/05/2010	50,77	22/07/2011	59,96
14/05/2010	52,07	29/07/2011	59,76
21/05/2010	52,78	02/08/2011	59,76
28/05/2010	54,03	09/08/2011	59,72
04/06/2010	55,13	16/08/2011	59,72
11/06/2010	56,16	23/08/2011	59,72
18/06/2010	57,47	30/08/2011	59,70
25/06/2010	59,28	06/09/2011	59,67
02/07/2010	60,49		
09/07/2010	61,11		
16/07/2010	61,12		
23/07/2010	61,12		
30/07/2010	61,12		
06/08/2010	61,12		
13/08/2010	61,12		
20/08/2010	61,12		
27/08/2010	61,11		
03/09/2010	61,11		
10/09/2010	61,11		
17/09/2010	61,11		
24/09/2010	61,11		

Tableau 3c
Encours de dettes publiques de la zone euro détenu par la BCE (en Mds d'€)

Date	Encours d'obligations publiques	Date	Encours d'obligations publiques
14/05/2010	16,30	07/01/2011	74,14
21/05/2010	26,70	14/01/2011	76,38
28/05/2010	35,50	21/01/2011	76,43
04/06/2010	40,40	28/01/2011	76,43
11/06/2010	47,10	04/02/2011	76,43
18/06/2010	51,10	11/02/2011	76,43
25/06/2010	55,30	18/02/2011	77,11
02/07/2010	59,00	25/02/2011	77,46
09/07/2010	59,80	04/03/2011	77,46
16/07/2010	60,10	11/03/2011	77,46
23/07/2010	60,25	18/03/2011	77,34
30/07/2010	61,05	25/03/2011	76,72
06/08/2010	61,14	01/04/2011	77,02
13/08/2010	61,15	08/04/2011	76,97
20/08/2010	61,45	15/04/2011	76,05
27/08/2010	61,59	22/04/2011	76,05
03/09/2010	61,74	29/04/2011	76,10
10/09/2010	61,98	06/05/2011	76,10
17/09/2010	62,30	13/05/2011	76,10
24/09/2010	62,40	20/05/2011	74,87
01/10/2010	63,38	27/05/2011	74,87
08/10/2010	63,39	03/06/2011	74,87
15/10/2010	63,39	10/06/2011	74,87
22/10/2010	63,39	17/06/2011	73,91
29/10/2010	63,39	24/06/2011	73,91
05/11/2010	64,10	01/07/2011	74,21
12/11/2010	65,17	08/07/2011	74,21
19/11/2010	65,88	15/07/2011	74,21
26/11/2010	67,23	22/07/2011	73,96
03/12/2010	69,20	29/07/2011	73,96
10/12/2010	71,86	05/08/2011	73,96
17/12/2010	72,47	12/08/2011	95,96
24/12/2010	73,60	19/08/2011	110,25
31/12/2010	73,94	26/08/2011	115,60
		02/09/2011	128,90
		09/09/2011	142,86

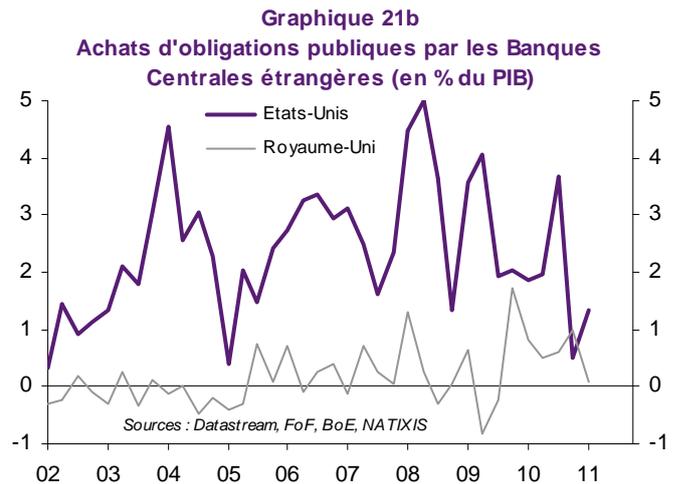
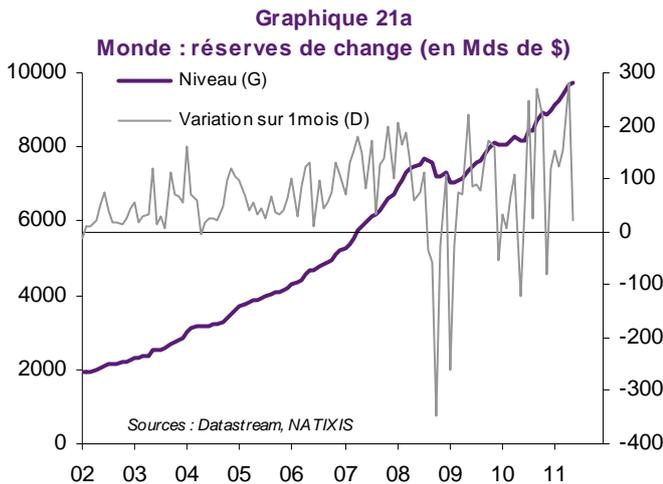
Sources : BCE, Natixis

Tableau 3d
Royaume-Uni : encours de Gilts détenus par la Banque d'Angleterre (Mds de £)

Encours		Encours	
janvier-08	45,67	janvier-10	211,84
février-08	43,84	février-10	213,38
mars-08	39,35	mars-10	213,68
avril-08	36,21	avril-10	214,80
mai-08	32,26	mai-10	216,44
juin-08	28,38	juin-10	216,25
juillet-08	26,68	juillet-10	215,38
août-08	26,26	août-10	214,60
septembre-08	38,01	septembre-10	212,59
octobre-08	134,34	octobre-10	213,38
novembre-08	82,11	novembre-10	213,88
décembre-08	54,73	décembre-10	215,87
janvier-09	34,78	janvier-11	213,18
février-09	22,16	février-11	213,92
mars-09	33,66	mars-11	214,97
avril-09	66,26	avril-11	212,971
mai-09	86,15	mai-11	212,89
juin-09	115,28	juin-11	211,619
juillet-09	141,41	juillet-11	211,815
août-09	153,88	août-11	212,961
septembre-09	169,43		
octobre-09	187,86		
novembre-09	192,97		
décembre-09	200,39		

La monétisation des dettes publiques se fait d'ailleurs non seulement par les banques centrales nationales, mais aussi par les banques centrales étrangères (émergents, exportateurs de pétrole), particulièrement en ce qui concerne la dette des Etats-Unis depuis la fin du QE2 et aussi à un moindre degré au Royaume-Uni (graphiques 21a/b).

La croissance excessive de l'offre de monnaie conduit à la perte de confiance dans la valeur de la monnaie, aux Etats-Unis et maintenant peut-être aussi dans la zone euro.



Synthèse : comment sortir de cette situation ?

A partir du refus de la croissance faible due à l'exigence élevée rentabilité du capital, d'où le partage des revenus au détriment des salariés, et à la concurrence des pays émergents, on est arrivés au rejet d'un grand nombre d'actifs financiers par les investisseurs (actifs des entreprises, dettes bancaires, de nombreuses dettes publiques, même la monnaie, surtout la monnaie- dollar) puisque, pour soutenir la croissance, on a utilisé l'endettement du secteur privé, puis l'endettement public, puis la création monétaire, utilisée aussi pour secourir les Etats.

Aujourd'hui, le refus d'acheter ces actifs qui financent l'économie par les investisseurs privés condamne à la croissance très faible.

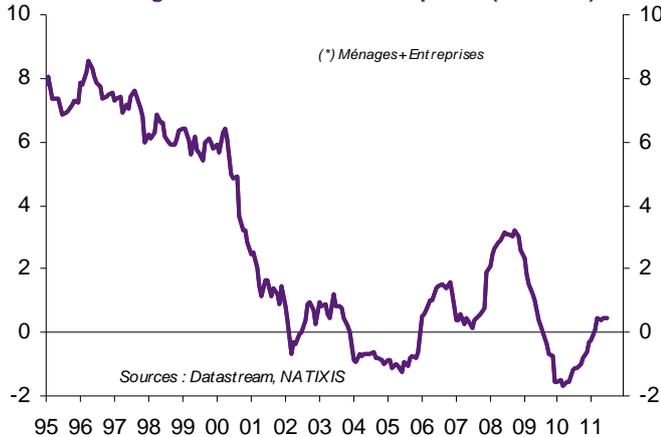
Comment sortir de ce piège ?

(1) Par une longue période de désendettement et d'efforts pour augmenter la croissance potentielle (baisse des coûts de production, effort d'innovation, flexibilité du marché du travail) comme en Allemagne de 1998 à 2005 (graphiques 22a/b et encadré 1).

Cette stratégie provoque inévitablement, avant qu'elle ne porte ses fruits à long terme (à partir de 2006 en Allemagne) une croissance faible, la hausse de chômage pendant de nombreuses années (graphique 22c).

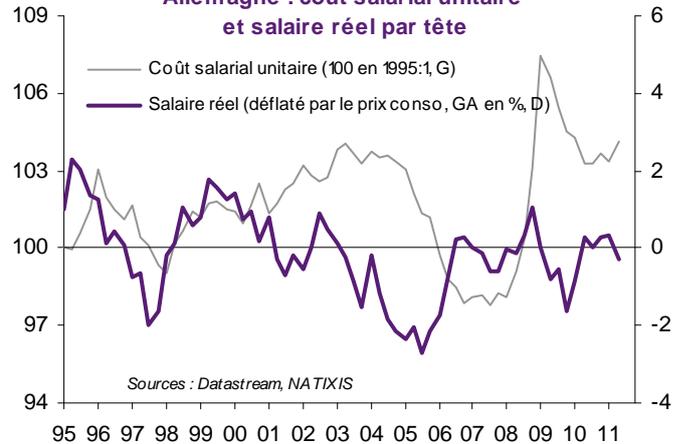
Graphique 22a

Allemagne : crédits au secteur privé* (GA en %)



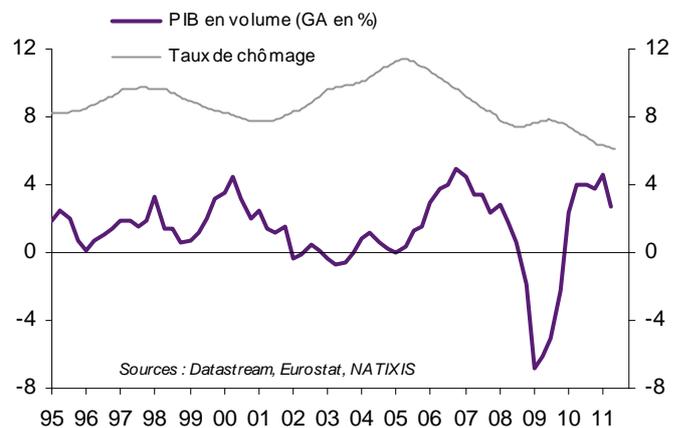
Graphique 22b

Allemagne : coût salarial unitaire et salaire réel par tête



Graphique 22c

Allemagne : PIB en volume et taux de chômage



Encadré 1

Réformes du marché du travail en Allemagne

- Le paquet de lois « Hartz I à IV » passées entre 1/1/2003 et le 3/1/2005 contient des mesures **d'incitation au retour à l'emploi** :
 - **Hartz I (1/1/ 2003) :**
 - ⇒ Stimulation du placement des chômeurs par la création, au sein des agences pour l'emploi, de « Personal Service Agentur » (PSA) spécialisées dans le suivi (travail temporaire et formation des chômeurs) Selon les premières estimations, plus de 1000 emplois ont été créés par ce véhicule ; il subsiste toutefois un problème de financement des PSA par honoraire ;
 - ⇒ Stimulation de l'emploi indépendant par la création des « Ich AG » : aide dégressive aux chômeurs qui déclarent une exploitation individuelle de ce type (600 €/mois la première année, 360 € la seconde et 240 la troisième) et « Überbrückungsgeld » (aide de transition) pour les autres créateurs d'entreprise en fins de droits.
 - **Hartz II (1/1/ 2003) :**
 - ⇒ Soutien à l'emploi peu qualifié, aux petits boulots et légalisation des services aux ménages (« mini-jobs ») : la nouvelle loi modifie des dispositions existantes en étendant le champ d'application des contrats mini-jobs :

Avantages liés aux "Mini-jobs"

Rémunération plafond	Réglement avant 1/1/2003	Réglement à partir du 1/1/2003	
	325 €/mois	<=400 €/mois	< 800 €/mois
Avantages employeur	<ul style="list-style-type: none"> • 11% cotisations santé • 10% cotisations retraite 	<ul style="list-style-type: none"> • 11% cotisations santé • 12% cotisations retraite • 2% charges soc. forfaitaires 	<ul style="list-style-type: none"> • 21% charges sociales
Avantages employeur ménage		<ul style="list-style-type: none"> • 5% cotisations santé • 5% cotisations retraite • 2% charges forfaitaires • 10% des salaires versés déductibles 	<ul style="list-style-type: none"> • 12% des salaires versés déductibles
Avantages employés	<ul style="list-style-type: none"> • seuil libératoire fixé à 325€ si aucun autre revenu • pas d'imposition revenu • pas de cotisation sociale 	<ul style="list-style-type: none"> • seuil libératoire fixé à 400€ y compris si autre revenu • pas d'imposition revenu • pas de charge sociale 	<ul style="list-style-type: none"> • seuil libératoire fixé à 800€ y compris si autre revenu • imposable • 4% à 21% cotisations soc. selon niveau de rémunération

Source: BMWA

⇒ La nouveauté réside surtout dans les avantages pour les services d'aide aux ménages. Pour les employeurs, les cotisations ont augmenté pour les contrats <400€ ; pour les employés, l'intérêt des nouvelles mesures tient au possible cumul des contrats sans perte des avantages. Le nombre de mini-jobs est estimé à plus de 6 millions soit environ 15% de l'emploi. Les mini-jobs auraient augmenté de plus de 10% du fait de ces mesures, mais les emplois créés ne sont pas tous nouveaux : Il s'agit pour beaucoup d'anciens emplois non qualifiés qui ne bénéficiaient pas des avantages liés aux mini-jobs.

➤ **Hartz III (1/1/ 2004) et IV (3/1/2005) :**

⇒ Ces deux réformes procèdent principalement à une réduction des avantages de l'assurance chômage :

- Deux types d'aides au lieu de trois : fusion de la seconde tranche de l'assurance chômage et des aides sociales (Arbeitslosengeld II).
- Généralisation de la durée minimale de cotisation à 12 mois (contre 6 mois pour certaines catégories de personnes précédemment) sur les derniers 24 mois contre 36 mois précédemment (introduction prévue 2006).
- Baisse de la durée de prestation des assurances chômage à 12 mois (18 mois pour les plus de 55 ans) ;
- Sanctions financières si refus de travail offert, non présentation à l'agence pour l'emploi, absence de recherche active de travail, etc.
- Sinon : réorganisation des agences pour l'emploi en vue d'un meilleur suivi des chômeurs. Egalement des velléités budgétaires derrière la réorganisation.

• **Hors réformes Hartz : mesures de flexibilisation du marché du travail via un assouplissement de la protection contre les licenciements abusifs (1/1/2004) :**

- ⇒ La protection concerne toutes les entreprises d'au moins 10 salariés depuis le 01/01/04, contre 5 salariés précédemment ;
- ⇒ La durée minimale de travail pour acquérir cette protection est de 6 mois ;
- ⇒ Préavis légal de 4 semaines pour les deux partis (réduit de moitié en période d'essai) ; le préavis augmente en fonction de l'ancienneté (2 mois supplémentaires à partir de 5 ans d'ancienneté, jusqu'à 7 mois supplémentaires à partir de 20 ans d'ancienneté), de l'âge et de l'état civil. Le délai légal peut être plus long selon la convention collective (Banques = 3 mois min). Il existe des exceptions en cas de formation, grossesse, handicap, banqueroute, etc...).
- ⇒ Un point particulier de la législation allemande consiste dans le droit à une indemnité en cas de licenciement lié à l'activité de l'entreprise (ex : cessation). L'indemnité est légalement fixée à 0,5 mois de salaire par année d'ancienneté.
- ⇒ Protection contre les plans sociaux abusifs : obligations de déclaration à l'agence pour l'emploi (dans un délai de 30 jours) pour plus de 30 licenciements/500 employés ou + ; 25 licenciements /60 employés ou + et 5 licenciements dans les entreprises de 21 employés ou plus.

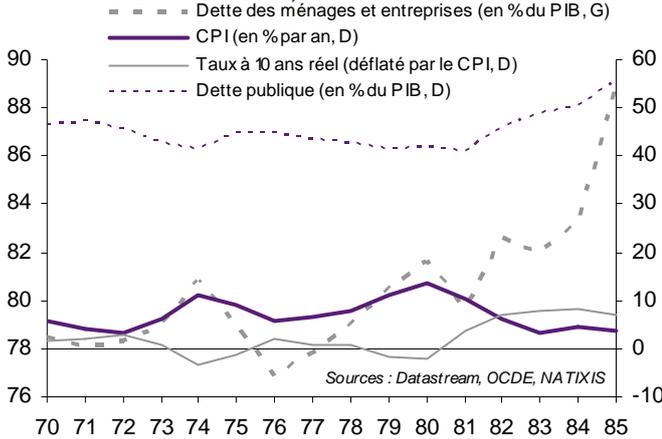
(2) Par un défaut :

- soit un vrai défaut (annulation d'une partie des dettes) ;
- soit l'utilisation de l'inflation et des taux d'intérêt réels négatifs, comme dans les années 70 et au début des années 1980 (graphiques 23a/b/c).

Mais d'où viendrait l'inflation aujourd'hui avec la faiblesse des coûts salariaux (graphique 24) ?

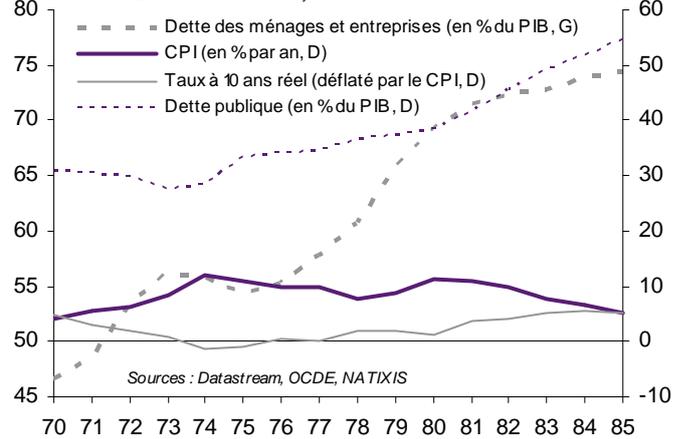
Graphique 23a

Etats-Unis : CPI, taux d'intérêt et dette



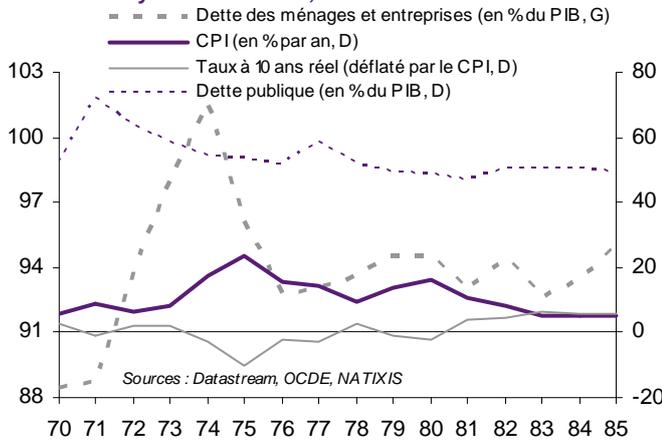
Graphique 23b

Zone euro : CPI, taux d'intérêt et dette



Graphique 23c

Royaume-Uni : CPI, taux d'intérêt et dette



Graphique 24

Coût salarial unitaire (GA en %)

