

Document

La Chine à l'origine de la crise

(Slate.fr)

29 février 2012

Pourquoi la crise financière est en grande partie le fait du boom économique chinois, et de l'importance que cela a aujourd'hui.

Wall Street est le perpétuel bouc émissaire de la récession qui a suivi la crise financière de 2008 et a ébranlé l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, les banquiers de Manhattan dépendaient beaucoup trop des crédits «*subprime*», et on raconte que c'est ce qui a déclenché la crise (dans le jargon bureaucratique, on parle de «*défaillances de la supervision réglementaire*»).

En Europe, la crise de la dette qui a encore frappé mi-janvier quand l'agence de notation Standard & Poor's a retiré à la France son triple A, est souvent mise sur le dos de ces gouvernements de la zone euro qui ont maintenu les ratios dette publique/PIB à des niveaux très élevés, enfreignant les règles du Pacte de stabilité et de croissance qu'ils avaient signé en adoptant la monnaie unique.

Le président américain Barack Obama a, lui, rejeté la responsabilité sur les «*fat-cat bankers*», ces «*banquiers plein aux as*». Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale des Etats-Unis, lui a plus récemment emboîté le pas. Même le favori des primaires républicaines Mitt Romney a reproché à Wall Street, dans son livre de 2010, de «*s'être endetté bien au-delà des niveaux historiques et prudents*», estimant que son «*avidité*» avait contribué à la crise.

L'idée d'une Europe qui dilapide son argent de manière incontrôlée, incarnée par les 35 heures et des systèmes de retraite plaqués or, est aussi profondément ancrée dans l'imaginaire populaire.

La Chine, «souffre-douleur habituel» des Etats-Unis

Mais ces explications des deux crises jumelles qui secouent l'Europe et les Etats-Unis ignorent les faits. Les subprimes exotiques ont représenté moins de 5% des nouveaux prêts contractés aux Etats-Unis entre 2000 et 2006. Il est donc très peu probable qu'ils aient à eux seuls été responsables du gonflement de la bulle immobilière qui a fini par exploser.

Les explications données pour la crise dans la zone euro occultent le fait que l'Espagne et l'Irlande, deux maillons faibles de l'Europe aujourd'hui, étaient des modèles de vertu au regard du Pacte de stabilité. Ces pays pouvaient s'enorgueillir d'excédents budgétaires les années qui ont précédé la crise, et tous deux présentaient des ratios dette/PIB d'environ 30%, soit seulement la moitié de ce que le Pacte de stabilité autorise.

La défaillance de la supervision réglementaire n'a pas été la cause immédiate des bulles immobilières aux Etats-Unis et à la périphérie de la zone euro. C'est la chute vertigineuse des taux d'intérêt au début des années 2000. Et le pays qui porte la responsabilité partielle de la baisse des taux d'intérêt est un souffre-douleur habituel de l'arène politique américaine. Il avait toutefois pour l'instant globalement échappé aux critiques dans cette affaire.

Il s'agit de la Chine. L'ascension du pays le plus peuplé de la planète dans l'économie mondialisée a non seulement changé les termes de l'échange mais a aussi eu un impact considérable sur les marchés des capitaux mondiaux.

Fed et bulle immobilière

La chaîne d'événements qui a mené à la crise économique actuelle remonte à l'an 2000, quand la Réserve fédérale a commencé à baisser le taux des fonds fédéraux, son principal levier, pour chasser la récession qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet. Ce taux a chuté de 6,5% fin 2000 à 1,75% en décembre 2001, puis 1% en juin 2003.

La Fed l'a ensuite maintenu à 1% pendant plus d'un an, même si les prévisions d'inflation étaient bien au-dessus de son objectif d'inflation implicite et que le taux de chômage était quasi descendu à 5%, un chiffre considéré comme le taux de chômage naturel. Pendant tout ce temps, la Réserve fédérale s'est bien gardée de s'inquiéter pour la bulle immobilière –Alan Greenspan, son président de l'époque, ayant même refusé d'envisager une telle chose.

Les taux d'intérêts bas ont d'abord été à l'origine du boom du refinancement, ou, comme le résumait les commentateurs, les Américains ont pris leurs maisons pour des distributeurs automatiques. Entre le premier trimestre 2003 et le deuxième trimestre 2004, pendant la période où la Fed a maintenu son principal taux directeur à 1%, les deux tiers des montages de prêts hypothécaires étaient des prêts de refinancement.

Les Américains se sont endettés jusqu'au cou et se sont fait clairement plaisir avec l'argent ainsi acquis. Rien qu'en 2005, 750 milliards de dollars ont été dépensés grâce aux liquidités dégagées, soit plus de 4% du PIB.

Les dirigeants de la Réserve fédérale voient généralement d'un bon œil l'utilisation du refinancement pour doper la consommation personnelle. Lors d'une conférence tristement célèbre en 2005, Ben Bernanke, alors membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, s'est félicité de *«la profondeur et de la sophistication des marchés financiers du pays, qui (...) ont permis aux ménages d'accéder facilement à la propriété»*.

L'idée que la bulle immobilière puisse un jour éclater et laisser nombre de propriétaires sans le sou ne semble pas avoir empêché les responsables de la Fed de dormir. Au contraire. En 2006, Timothy Geithner, qui n'était pas encore le secrétaire américain au Trésor, a utilisé le mot «génial» pour décrire l'action d'Alan Greenspan, comme nous l'ont appris les comptes-rendus des réunions de la Fed dévoilés récemment.

Impact de l'épargne chinoise sur l'économie mondiale

Mais c'est la Chine, et pas l'économie américaine, qui s'est enrichie grâce aux orgies dépensières des Américains. Le pays le plus peuplé du monde a quasi toujours bénéficié d'une croissance à deux chiffres dans les années 2000. Et alors que les taux d'épargne américains stagnaient autour de 15% du PIB, ceux de la Chine sont passés de 38% à 54% entre 2000 et 2006.

Les Chinois dirigent avant tout leur épargne vers des actifs non risqués, peut-être parce qu'ils ont, culturellement, une aversion au risque supérieure, mais aussi parce que les marchés financiers du pays sont encore sous-développés et pas complètement libéralisés.

L'intensification de l'épargne en Chine et dans d'autres économies émergentes, notamment les pays exportateurs de pétrole, a fait chuter les taux d'intérêt à travers le monde à partir de 2004. Les bons du Trésor américains et les autres titres supposés sans risque se sont retrouvés trop convoités, ce qui a fait grimper leurs prix et descendre les taux d'intérêt.

C'est ainsi que, quand la Fed a commencé à s'inquiéter mi-2004 de la hausse de l'inflation et a tenté d'éviter la surchauffe de l'économie, il était déjà trop tard. Elle a bien commencé à augmenter ses taux directeurs en juillet 2004, mais les taux d'intérêt à long-terme sont restés obstinément bas aux Etats-Unis.

Les subprimes exotiques n'ont pas aidé, mais c'est le faible niveau de ces taux d'intérêt à long terme qui ont le plus contribué à faire gonfler la bulle immobilière.

Faiblesse des taux d'intérêt européens

L'histoire est sensiblement différente côté Europe, mais la conclusion va globalement dans le même sens. Avec l'instauration d'une monnaie unique dans la zone euro, les taux d'intérêt sur les bons du Trésor grecs, irlandais, italiens, portugais et espagnols se sont alignés sur les taux beaucoup moins élevés des bons allemands.

Pourquoi? Les avis divergent, mais ce qui est sûr, c'est que la disparition du risque de change a largement convaincu les banques d'Europe du Nord d'acheter les bons grecs, irlandais, italiens, portugais et espagnols. C'était, après tout, plus prudent pour les banques d'investir dans des titres exprimés dans la même monnaie que leurs futurs passifs financiers.

Résultat: la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et l'Espagne ont vu leurs taux d'intérêt chuter d'environ 13% à la fin des années 1990 à seulement 3% en 2005. L'excès d'épargne en Chine et dans d'autres pays émergents, responsable de la baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, a aussi joué un rôle ici.

La dégringolade des taux d'intérêt a eu un impact important sur le marché immobilier dans la périphérie de la zone euro. Année après année, les prix des logements en Irlande et en Espagne ont grimpé de 10 à 20%. La consommation et les prêts à la consommation ont à leur tour explosé, tirant les salaires vers le haut.

Alors que les coûts du travail n'ont augmenté que d'un modeste 18% entre 2000 et 2008 en Allemagne, ils ont augmenté de respectivement 41%, 45% et 78% en Espagne, Irlande et Grèce.

La faiblesse des taux d'intérêt a aussi conduit l'Etat grec à emprunter de manière excessive. Un comportement qui a fini par mener le pays à la banqueroute. Et même si le déficit budgétaire italien est resté de nombreuses années en dessous du seuil de 3% fixé par le Pacte de stabilité, le faible niveau des taux d'intérêt a permis au pays d'atteindre un ratio dette/PIB d'environ 100%.

Le Portugal s'est retrouvé dans la situation inverse, avec des déficits budgétaires supérieurs aux 3% mais un ratio dette/PIB la plupart du temps en dessous du seuil fatidique des 60%.

Zone euro: une intégration monétaire mal pensée

Maintenant que les bulles immobilières occidentales ont éclaté et que les banques sont au bord du gouffre, les investisseurs ont brusquement réalisé que les dettes d'Etat n'étaient, finalement, peut-

être pas des placements sans risque. Le mécanisme qui avait initialement fait chuter les taux d'intérêt dans la périphérie de la zone euro s'est inversé.

Non seulement les banques d'Europe du Nord ont retiré leurs fonds, mais les investisseurs des pays périphériques ont recentré leurs achats de dettes d'Etat vers les pays du «noyau» de l'Europe. Ce qui a fait grimper les taux d'intérêt dans les pays périphériques et baisser ceux des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas, où les taux sont même passés en dessous de zéro.

Malgré toute l'acrimonie qui règne dans les pays du Nord de la zone euro à cause du sauvetage des pays de la périphérie, les coûts effectifs des renflouements sont bas si vous prenez en compte l'aubaine que représentent, pour l'Allemagne et les Pays-Bas, des coûts d'emprunt si bas.

Si l'on regarde en arrière, on peut reprocher aux architectes de la zone euro de ne pas avoir suffisamment réfléchi à toutes les conséquences de l'intégration monétaire dès sa naissance. Les bulles spéculatives, surtout en Irlande et en Espagne, auraient pu être facilement évitées si des restrictions au crédit strictes avaient été imposées.

Idem pour la bulle immobilière aux Etats-Unis, où plus d'un quart des prêts hypothécaires sont «sous l'eau», c'est-à-dire que le crédit dépasse la valeur du logement hypothéqué.

Intérêt pour le monde des économies émergentes

Les cataclysmes économiques aux Etats-Unis et en Europe peuvent, au premier abord, sembler régis par des circonstances qui leur sont propres, mais tous deux auraient été beaucoup moins sévères sans l'ascension chinoise. Si la Chine n'était pas devenue un acteur économique de premier plan, le faible niveau des taux d'intérêt au début du millénaire aurait eu davantage d'effet sur la relance de l'économie américaine et la Fed aurait commencé à remonter ses taux beaucoup plus tôt.

Et la Banque centrale européenne (BCE) l'aurait suivie. Une partie de la production délocalisée en Chine serait restée aux Etats-Unis et en Europe, la croissance économique dans ces régions se serait mieux portée et les banques centrales n'auraient pas eu besoin de baisser autant leurs taux.

Sans la montée en puissance de la Chine, l'inflation du début des années 2000 aurait été plus importante, la Fed et la BCE auraient été contraintes d'agir. Surtout, l'épargne de la Chine et des autres pays émergents n'aurait pas fait chuter les taux d'intérêt de long terme à travers le monde.

Mais tout n'est pas perdu. On peut se consoler en pensant que cette décennie de vie dissolue aux Etats-Unis et en Europe a contribué à sortir de la pauvreté des centaines de millions de Chinois et d'Indiens. Aucun programme d'aide au développement n'aurait pu prétendre à un tel résultat.

Autre consolation: la croissance dans les économies émergentes va probablement permettre à l'économie mondiale de se maintenir à flot pendant les dix prochaines années. Apple a récemment pu mesurer l'appétit féroce des consommateurs asiatiques –une mini-émeute a éclaté dans sa principale boutique de Pékin quand la direction a annoncé que le lancement de l'iPhone 4S était repoussé à cause de l'affluence.

D'autres entreprises américaines considèrent aussi les marchés asiatiques comme une source de demande pour leurs biens et services. Au fur et à mesure que l'économie chinoise gagnera en maturité, elle pourrait tout simplement devenir le moteur dont les Etats-Unis et l'Europe ont besoin pour se dégager de leur montagne de dettes.

Heleen Mees

Heleen Mees enseigne à l'université de Tilburg et est chercheuse à l'Erasmus School of Economics, aux Pays-Bas.