

## Une crise qui n'en finit pas de « rebondir »

Jean-Paul Guichard\*, Antoine Brunet

### An Ever-Rebounding Crisis

**Summary:** The current crisis is spreading from the rich countries to those which surround them respectively, countries wherein its degree of gravity is even greater; in turn, that effect sets off a yet stronger backwash in those countries in the Centre, which further aggravates the situation. This reaction is particularly true of the relations between Western and Eastern Europe.

**Key words:** Crisis, Protectionism, Change, Countries in the East Europe, Risk, Default in payment

On pourrait avoir pour la crise l'image d'une balle qui rebondit sur le sol ; à chaque contact, le sol absorbe une partie de l'énergie initiale de sorte que la balle monte moins haut que la fois d'avant ; un processus d'amortissement est à l'œuvre : au bout de quelques rebonds, la balle se trouve au repos sur le sol.

Il s'agit là, évidemment, d'une vision très rassurante.

Dans le cas de la présente crise, au contraire, on a plutôt l'impression qu'à chaque épisode, il y a un gain d'énergie, de sorte que les mouvements acquièrent une amplitude toujours plus grande ; l'image rassurante de la balle fait alors place à celle, angoissante, de la troupe avançant au pas cadencé sur un pont suspendu par des câbles et qui provoque un phénomène de résonance...

Si on a de la crise une vision centrée sur « ce qui se voit » (les faillites, etc), les causes apparentes ou immédiates et leurs conséquences, alors la crise commence en 2007 en Angleterre et aux États-Unis. Elle se répand ensuite rapidement dans les autres grands pays développés, puis gagne enfin les pays de leurs périphéries en y ayant un caractère de gravité accrue, avec des effets qui se propagent de ces pays vers les pays développés et qui contribuent à y aggraver encore la situation.

Les mouvements de capitaux, les modifications dans les cours de change des monnaies qu'ils suscitent, constituent l'un des éléments essentiels de ces phénomènes de propagation.

---

\* Professeur, Université de Nice – Sophia Antipolis, Chaire Jean Monnet:  
Jean-Paul.GUICHARD@unice.fr *Received: 12 March 2009.*

Dans ce qui suit, on examinera successivement, ces mouvements récents après quoi, on examinera plus spécifiquement les cas du Japon et des pays de l'Est.

## 1. Les mouvements de capitaux et les modifications cours de change

A la fin de 2008, on observe des changements considérables entre les grandes monnaies : par rapport au Dollar, le Yuan monte, l'Euro baisse, la Livre Sterling baisse beaucoup. Comme d'habitude, le cours entre le Yen et le Dollar reste fixe, les Chinois menaçant même à l'occasion de faire baisser leur monnaie au cas où les autorités américaines ne seraient pas suffisamment « coopératives » !

Pour l'essentiel, c'est-à-dire pour les relations État-Unis/ Zone Euro, il s'agit de rapatriements de capitaux<sup>1</sup> pour faire face à la crise : Des capitaux US investis en Europe rentrent chez eux, des capitaux européens investis aux Etats-Unis rentrent en Europe, le premier mouvement est plus important que le second, de sorte que l'Euro baisse fortement par rapport au Dollar. Le cas de la Livre Sterling et du Yen qui obéissent, pour partie, à ce schéma présentent des spécificités. Pour ce qui concerne la livre sterling, les mouvements de capitaux sont partagés : il y a d'une part des rapatriements, il y a d'autre part des capitaux qui prennent la fuite tant la situation économique du Royaume-Uni est considérée comme grave, ce qui nourrit une véritable défiance vis-à-vis de la Livre Sterling<sup>2</sup>.

Pour ce qui concerne le Japon, le mouvement des rapatriements de capitaux japonais se double d'un mouvement de remboursements de prêts en Yen effectués par des banques japonaises à des intervenants étrangers ; la fin du « Carry trade » résulte de la volonté des ces intervenants d'échapper à des pertes en capital résultant de l'appréciation du Yen contre Dollar.

Après ces premiers grands mouvements qui affectent les pays riches, il y a les mouvements relatifs aux périphéries de ces pays ; il peut d'ailleurs y avoir une certaine concomitance entre les uns et les autres.

Ces pays sont plus durement touchés par la crise que les autres ; leurs entreprises, bien souvent en situation de sous-traitance par rapport aux entreprises occidentales, prennent de plein fouet les restrictions d'activités de ces dernières. De plus, les flux d'investissements directs étrangers, qui alimentaient pour une bonne part la croissance de ces pays, cessent, faisant place, au contraire, à des retraits de capitaux. Le commerce extérieur qui était déjà déficitaire devient de

---

<sup>1</sup> contrairement à une idée très répandue, les capitaux ont en général une « patrie », à tout le moins une aire privilégiée à l'intérieur de laquelle ils se valorisent ; lorsque cette aire est en danger, les actifs périphériques sont rapatriés pour préserver l'essentiel.

<sup>2</sup> Il faut rappeler à ce propos que toute la stratégie économique menée depuis des années par le Royaume-Uni a été organisée autour du développement de la finance londonienne afin que celle-ci finisse par dominer Wall Street. De ce fait, la crise est d'autant plus rude dans ce pays.

plus en plus déficitaire alors même que les flux de capitaux qui compensaient les déficits changent de sens. Le cours des monnaies de ces pays chute lourdement de 30%, 40%, 50 %, parfois davantage. Ces modifications sont si soudaines que cela pose parfois des problèmes très grands, notamment du fait des énormes accroissements des prix de biens importés<sup>3</sup>.

Ces difficultés nourrissent à leur tour une forte défiance vis-à-vis des monnaies locales déterminant un fort mouvement de fuite de certains capitaux locaux, ce qui amplifie la baisse des taux de change. Il y a ainsi à la fois des retraits de capitaux étrangers et des fuites de capitaux nationaux. La situation devient critique pour de nombreux pays : Russie, Mexique, Argentine, Turquie, Serbie, Ukraine, pays de l'Est de l'union Européenne non encore intégrés dans la zone Euro....

Dans le même temps, on observe une montée impressionnante de la défiance vis-à-vis des Etats. Les « CDS » (Crédit Default Swap) relatifs aux titres de la dette publique des différents Etats sont tous orientés à la hausse ; pour certains pays, ils atteignent 1500, 3000, 5000 points de base (15%, 30%, 50%), des niveaux annonciateurs de situations de défaut de paiement des Etats...

Et l'or, dans tout cela ? Il a tendance à monter, évidemment.

Toutefois, cette montée est dangereuse pour les Etats, y compris pour l'Etat américain. Si l'or poursuivait une trajectoire ascendante, il y aurait un report massif de capitaux du marché obligataire vers celui de l'or : dans une telle situation, comment les Etats pourraient-ils alors financer leur dette ? Ainsi, le « CDS » sur bons du trésor US à 5 ans a atteint 100 points de base (1%) à la fin du mois de février 2009, contre 5 points un an avant... Comment un Etat, fût-il américain, pourrait-il rembourser ses dettes si les taux qu'il est obligé de consentir deviennent exorbitants ? Les Etats ont donc tout intérêt à ce que l'obligataire demeure un refuge pour les placements : Il est donc important pour eux de « casser » la hausse du prix de l'or en mettant sur le marché, de temps à autre, suffisamment d'or à la vente... C'est cela qui explique que, jusqu'à présent, l'or n'ait pas réussi à passer ou à dépasser durablement le cap des 1000 Dollars l'once.

## **2. La situation particulière du Japon**

Au moment même où le Japon semblait sur le point de se sortir de la très longue crise qui fût la sienne depuis la fin des années 80, son économie est retombée dans l'ornière du fait de la crise mondiale.

Depuis 1995, l'un des sommets de ses difficultés, le Japon avait obtenu des États-Unis, en quelque sorte, l'autorisation d'un taux de change sous-évalué. Par ailleurs, les taux d'intérêts se situaient dans ce pays, au début du millénaire,

---

<sup>3</sup> Un exemple : les hôpitaux, gros consommateurs de médicaments importés, n'ont plus les moyens d'acheter certaines d'entre eux qui sont pourtant indispensables.

à des niveaux exceptionnellement bas ; de ce fait, de nombreux opérateurs empruntaient en Yens dans les banques japonaises puis convertissaient ses Yens en Dollars ou en Euros ou en d'autres monnaies, ce qui contribuait à maintenir le cours de change du Yen à un niveau très bas. Ce type d'opération supposait, pour que ce soit lucratif, qu'il n'y ait pas de perte de change : une stabilité de celui-ci ou même une baisse de la monnaie japonaise, ce qui va effectivement se produire sur plusieurs années.

Avec la crise et le retour à la maison de capitaux japonais, la demande de yens augmente, ce qui provoque l'appréciation de la monnaie, et cela malgré la détérioration du commerce extérieur, en « chute libre ». Les opérateurs étrangers ayant emprunté en Yens, craignant à juste titre une montée de cette monnaie, font alors des remboursements anticipés, ce qui se manifeste par un flux supplémentaire d'entrées de capitaux dans le pays et qui alimente un peu plus, par conséquent, la hausse de sa monnaie.

On l'a dit, le Japon était déjà dans un état de grande faiblesse ; la survenue de la crise porte alors un coup très rude à son commerce extérieur, le principal « moteur » de sa croissance. Dans ce contexte, la hausse très forte de Yen (au 2<sup>ème</sup> semestre 2008, le Dollar passe de 120 à 85 Yens : le Yen s'apprécie donc de 41%) est calamiteuse pour l'économie japonaise qui est exsangue. Au dernier trimestre 2008, on enregistre un recul du PIB de 3,3%, soit -13% environ en rythme annuel. Alors que les pays occidentaux pourraient avoir des reculs de leurs PIB respectifs compris entre 2% et 5 % au cours de l'année 2009, le Japon pourrait voir son PIB reculer de 10%, ce qui est énorme. On le voit, la montée du Yen n'était nullement un signe de « bonne santé » de l'économie japonaise mais exactement le contraire...

Il y a donc tout lieu d'envisager un retournement de tendance dans l'évolution du Yen. Trois facteurs devraient concourir à la baisse de cette monnaie : (1) il n'y a plus d'entrées de capitaux dans le pays, ce qui constituait le facteur essentiel de hausse du Yen, (2) le commerce extérieur tend à devenir déficitaire : cela va pousser le Yen à ne pas s'apprécier ou même à baisser, (3) enfin, vu la gravité de la situation, le gouvernement japonais ne peut pas ne pas intervenir sur le taux de change de sa monnaie.

Ce dernier point est important ; en très grande partie, la croissance japonaise était jadis construite sur le commerce extérieur. Il est vital, pour l'économie japonaise, que soient relancés les débouchés extérieurs, ce qui suppose une baisse conséquente du Yen. Avec les 1000 milliards de réserves de change dont elle dispose, la banque centrale du Japon a largement les moyens d'organiser une telle baisse. Cela ne devrait pas susciter de fortes oppositions de par le monde, notamment de la part des États-Unis : il n'est de l'intérêt de personne de voir un grand pays comme le Japon s'effondrer encore davantage.

### **3. La situation des pays de l'Est de l'Union européenne**

La situation des pays nouvellement membres de l'Union européenne, à l'exception de la Slovénie et de la Slovaquie qui font désormais partie de la zone « Euro », n'est pas brillante<sup>4</sup>.

Les pays connaissaient depuis quelques années une forte croissance procédant, dans une très large mesure, de leur insertion très poussée au sein de l'économie européenne. Les flux d'investissements, allemands et autrichiens, mais aussi italiens, français, néerlandais, etc... avaient été considérables. Ces investissements concernaient les secteurs industriels, notamment celui de l'automobile, mais aussi le secteur de la banque et de la finance. La présence des banques européennes y est massive et représente parfois la quasi-totalité du secteur, c'est le cas en Hongrie.

Avec la crise, les investissements étrangers se sont taris ; il y a eu aussi des retraits de capitaux, des rapatriements vers l'Europe de l'Ouest. Sur le plan des commandes adressées aux secteurs industriels par des entreprises de l'Ouest, la baisse est très importante, spécialement lorsqu'il s'agit de sous-traitance.

Il y a quelques années, du fait des entrées massives de capitaux, les cours des monnaies de ces pays s'étaient élevés, malgré les soldes commerciaux déficitaires. Avec l'inversion des flux de capitaux et les très fortes baisses des exportations, il s'est produit en quelques mois une détérioration considérable des taux de changes, notamment par rapport à l'Euro.

De la sorte, on peut s'attendre à des difficultés importantes, à tout le moins des baisses fortes des PIB, bien plus fortes probablement que dans les pays de la « zone Euro ». Tout cela serait relativement « classique » s'il n'y avait un facteur spécifique d'aggravation, non seulement pour l'économie de ces pays mais aussi pour ceux de la « zone Euro ». Ce facteur, c'est tout simplement le secteur de la banque/finance dont on a vu qu'il était à 80 % détenu par des entreprises de pays de la « zone Euro ». Les filiales de ces entreprises ont pratiqué de façon très large le crédit : jusqu'ici, il n'y a rien d'exceptionnel, elles n'étaient pas les seules, cela se faisait dans le monde entier, et cela a contribué largement à la croissance de ces pays. Toutefois, une bonne partie des crédits qui ont été consentis est constituée de crédits indexés sur une monnaie étrangère : Euro, Dollar, Franc Suisse. Cela signifie parfois pour les emprunteurs, un quasi-doublement de leurs annuités. D'ores et déjà, il est facile de prévoir une avalanche de défauts de paiement, ce qui va aggraver la situation des banques européennes déjà bien mal en point. Cela est particulièrement dramatique pour un pays comme l'Autriche<sup>5</sup> dont le système bancaire risque de s'effondrer ; si

---

<sup>4</sup> Il s'agit, ici, des trois pays baltes, de la Pologne, de la Tchéquie, de la Hongrie, de la Roumanie et de la Bulgarie.

<sup>5</sup> On remarque, à ce propos, que, fin février 2009, le « CDS » à 5 ans des titres de l'Etat autrichien est établi à 250 points de base : l'assurance pour risque de défaut est ainsi de 2,5%.

c'était le cas, il n'est pas exclu que puisse se concrétiser en même temps un risque souverain de l'Etat autrichien qui serait alors incapable d'assumer la totalité des charges découlant de son endettement. Cette affaire n'est pas mineure : l'engagement des banques européennes en Europe centrale et orientale est estimé à 1600 milliards d'Euros : Des défauts de paiement massifs risquent de déterminer une nouvelle « onde de choc » de la crise, en Europe d'abord, et au-delà<sup>6</sup>.

En ce qui concerne les pays de l'Est, leurs difficultés apparaissent d'une extrême gravité ; leurs Etats ont de très grandes difficultés à trouver des financements, de plus en plus grandes. Ainsi les « CDS » à 5 ans allaient, fin février 2009, de 350 points (Tchéquie) à 977 points (Lettonie) ; et ils sont orientés à la hausse...

Si les recettes fiscales de ces Etats diminuent, comment donc ceux-ci pourront-ils honorer les dettes qui sont les leurs ? En empruntant ? Mais, dans ce cas, auprès de qui ? Le Fonds Monétaire International n'a que des moyens assez limités, les pays d'Europe occidentale sont aux prises avec de graves problèmes, certains d'entre eux sont même directement menacés : l'Autriche on l'a dit, mais aussi l'Irlande, la Grèce, d'autres encore ! Comment imaginer qu'ils puissent réellement aller au secours des économies des pays de l'Est de l'Europe alors même que, désormais, se pose la question de la survie de la monnaie européenne ? Il semble que Dominique Strauss-Kahn est passablement optimiste lorsqu'il affirme que l'Union Européenne est encore assez puissante pour pouvoir tirer d'affaire ses nouveaux membres.

Il n'est pas absurde d'imaginer que puisse se produire une forte montée des niveaux des « CDS » de ces pays qui seraient alors, selon les cas, entre 1000 et 2000 points de base : Ce n'est pas le niveau de l'Argentine (4000 points), mais on s'en rapproche ! Un scénario très vraisemblable est celui du défaut de paiement partiel des ces Etats, et peut-être même aussi de certains Etats de l'Europe occidentale...

---

La crise actuelle est d'une gravité extrême ; c'est une crise immobilière, bancaire et financière, boursière, c'est une crise de l'économie réelle.

Elle pourrait bien déboucher sur une crise des finances de certains « petits Etats » débouchant par effet de domino sur un défaut de paiement des grands Etats occidentaux eux-mêmes ! Il y aurait alors un effondrement de l'ensemble des monnaies ? notamment du Dollar. Il est, évidemment, difficile d'imaginer tout ce qui se passerait dans un tel scénario. A tout le moins, on peut prévoir sans grand risque de se tromper, que l'or aurait, sur un tel champ de ruines, une importance accrue.

---

<sup>6</sup> Les marchés ont commencé à enregistrer ces difficultés : une bonne partie des baisses fortes des bourses européennes de fin février/début mars 2009 est due à la situation des pays de l'Est.

Alors que la crise rebondit de pays en pays, avec des soubresauts de plus en plus violents, les Etats essaient désespérément de restaurer la confiance afin d'éviter la crise systémique qu'ils redoutent. Dans l'immédiat, leur premier objectif est d'éviter une crise obligataire ; il leur faut pour cela intervenir discrètement sur les marchés en vendant certaines quantités d'or afin que celui-ci ne s'engage pas dans un processus de hausse vertigineuse qui compromettrait définitivement les placements obligataires. Pour combien de temps encore ?

Le lecteur l'aura compris, la crise est d'une gravité telle que le monde aurait intérêt à s'interroger au plus vite sur les causes réelles de celle-ci. Le fait qu'un économiste très perspicace comme Nouriel ROUBINI préconise une nationalisation pure et simple des banques, et que cela puisse effectivement commencer à se faire aux États-Unis constitue à cet égard un indice de gravité indiscutable ; Il faut toutefois aller plus loin pour envisager des mesures destinées à supprimer dès à présent l'énorme déséquilibre commercial qui existe entre la Chine et le reste du monde<sup>7</sup>.

**Résumé :** La crise se diffuse des pays riches vers les pays de leurs périphéries respectives dans lesquels son degré de gravité est encore plus élevé ; cela provoque une vague en retour dans les pays du Centre qui aggrave encore la situation. Cela est particulièrement vrai dans le cas des relations entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est.

**Mots clés:** Crise, Protectionnisme, Change, Pays de l'Est, Europe, Risque, Défaut de paiement.

---

<sup>7</sup> « Il n'est pas de sauveur suprême... », le début du 2ème couplet de l'Internationale, sera le titre de notre prochain article. Au prochain sommet du « G20 », la Chine va probablement se présenter comme le providentiel sauveur potentiel de l'économie mondiale : en réalité, la Chine ne peut pas jouer ce rôle puisque c'est d'elle que vient la crise !