

LES ESSENTIELS DE L'OCDE

BRIAN KEELEY

PATRICK LOVE

DE LA CRISE À LA REPRISE

Causes, déroulement et conséquences
de la Grande Récession



LES ESSENTIELS DE L'OCDE

De la crise à la reprise

*Causes, déroulement et conséquences de
la Grande Récession*

Brian Keeley et Patrick Love



ORGANISATION DE DÉVELOPPEMENT ET DE COOPÉRATION ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements oeuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que le gouvernement d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Chili, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, Israël, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Slovaquie, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de l'activité de collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les interprétations exprimées ne reflètent pas nécessairement les vues de l'OCDE ou des gouvernements de ses pays membres.

Série : *Les essentiels de l'OCDE*

ISSN : 1993-6761 (imprimé)

ISSN : 1993-6774 (en ligne)

ISBN : 978-92-64-07942-7 (imprimé)

ISBN : 978-92-64-07948-9 (PDF)

Publié en anglais sous le titre : *From Crisis to Recovery: The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*

Traduit de l'anglais par Emmanuel Dalmenesche.

Les corrigenda des publications de l'OCDE sont disponibles sur : www.oecd.org/publishing/corrigenda.

© OCDE 2010

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à contact@cfcopies.com. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.

Avant-propos

La crise économique mondiale actuelle a été déclenchée par une crise financière elle-même causée par une soif inextinguible de profits à court terme. Dans un contexte de soutien des pouvoirs publics à l'expansion des marchés de capitaux, nombreux sont ceux qui ont délibérément ignoré deux questions essentielles : l'éthique des affaires et la réglementation des entreprises. À présent, il est nécessaire de réécrire les règles applicables à la finance et aux groupes internationaux. Pour rétablir la confiance essentielle au bon fonctionnement des marchés, nous devons tout à la fois améliorer la réglementation, les contrôles, le gouvernement d'entreprise et la coordination.

Nous avons aussi besoin de mettre en place des politiques sociales plus justes et d'en finir avec les goulets d'étranglement qui bloquent la concurrence et l'innovation et nuisent à la viabilité de la croissance. Nous devons aussi trouver des moyens permettant aux gouvernements de se désengager de leurs interventions massives décidées en urgence, une fois que l'économie mondiale aura regagné le chemin de la croissance.

Remédier aux déficits budgétaires massifs et lutter contre le chômage, tout en encourageant de nouvelles sources de croissance, telles sont les tâches qui mobilisent les gouvernants dans l'immédiat. Mais un autre défi nous attend : nous ne devons pas perdre de vue des questions plus larges, comme l'environnement et le développement.

Comment passer de la récession à la reprise ? La réponse stratégique de l'OCDE implique de renforcer le gouvernement d'entreprise et d'intensifier le combat pour venir à bout des côtés sombres de la mondialisation, notamment la corruption et la fraude fiscale.

Il nous faut non seulement corriger les erreurs du passé, mais aussi préparer l'avenir. Dans cette optique, la « Stratégie pour une croissance verte » élaborée par l'OCDE vise à guider les politiques

nationales et internationales pour permettre à chaque pays de réaliser tout le potentiel de cette nouvelle approche de la croissance. Nos analyses montrent que les gouvernements devraient davantage promouvoir des modes de production, de passation des marchés et de consommation plus respectueux de l'environnement, en concevant des cadres plus clairs et en assurant un bon fonctionnement des marchés. Il leur faudrait également renoncer à certaines habitudes coûteuses, notamment le subventionnement des combustibles fossiles, ce qui permettrait de lutter contre le changement climatique tout en allégeant les dépenses.

Nous devons aussi repenser notre approche dans d'autres domaines, qu'il s'agisse des politiques de la concurrence, de l'investissement et des retraites, des soins de santé, ou encore de l'exclusion sociale et de la pauvreté. Nous devons accroître la productivité tout en préservant l'ouverture des frontières au commerce et à l'investissement. Nous devons trouver des moyens de répartir plus équitablement les opportunités et les fruits de la croissance et encourager les innovations scientifiques, techniques et organisationnelles qui sont nécessaires à une reprise « verte ».

Ce nouvel ouvrage de la série *Les essentiels de l'OCDE* s'appuie sur les travaux de l'OCDE pour analyser les causes de la crise financière et les mécanismes de sa propagation si rapide à l'économie réelle. Pour ce faire, il mobilise la vaste expertise de l'organisation en matière d'analyse de la croissance économique, de la politique de l'emploi, des marchés financiers et d'autres domaines à la fois touchés par la crise et essentiels à la reprise.

Je suis confiant que sa lecture vous aidera à mieux comprendre les origines de la situation actuelle et à apprécier les réponses qui lui sont apportées.



Angel Gurría

Secrétaire général de l'OCDE

Remerciements

Les auteurs remercient tout particulièrement les personnes suivantes pour leurs conseils précieux et leur participation : Pablo Antolin, Andrew Auerbach, Tim Besley, Sveinbjörn Blöndal, Adrian Blundell-Wignall, Rory Clarke, Jean-Christophe Dumont, Carolyn Ervin, Alessandro Goglio, Johannes Jütting, Katherine Kraig-Ernandes, Andrew Mold, Lynn Robertson, Stéphanie Payet, Glenda Quintini, Jean-Marc Salou, Stefano Scarpetta, Paul Swaim, David Turner, Jane Voros, Gert Wehinger, Juan Yermo et William R. White.

Les auteurs remercient également Emmanuel Dalmenesche qui a traduit cet ouvrage de l'anglais vers le français.

Note sur les monnaies

Sauf indication contraire, il est fait référence au dollar américain.

Les essentiels de l'OCDE est une série de livres de la Direction des relations extérieures et de la communication de l'OCDE. Ils s'appuient sur les recherches et les analyses de l'OCDE pour présenter et expliquer aux non-spécialistes les questions économiques et sociales les plus cruciales de notre temps.

TABLE DES MATIÈRES

| | |
|---|------------|
| 1. Introduction | 8 |
| 2. Les racines d'une crise | 18 |
| 3. Propagation, portée, réponses | 34 |
| 4. Les impacts sur l'emploi | 56 |
| 5. Les retraites et la crise | 76 |
| 6. De nouvelles règles pour un nouveau monde ? | 100 |
| 7. Cinq questions pour l'avenir | 124 |
| Références | 144 |

Ce livre contient des...



StatLinks

**Accédez aux fichiers Excel®
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*.

Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

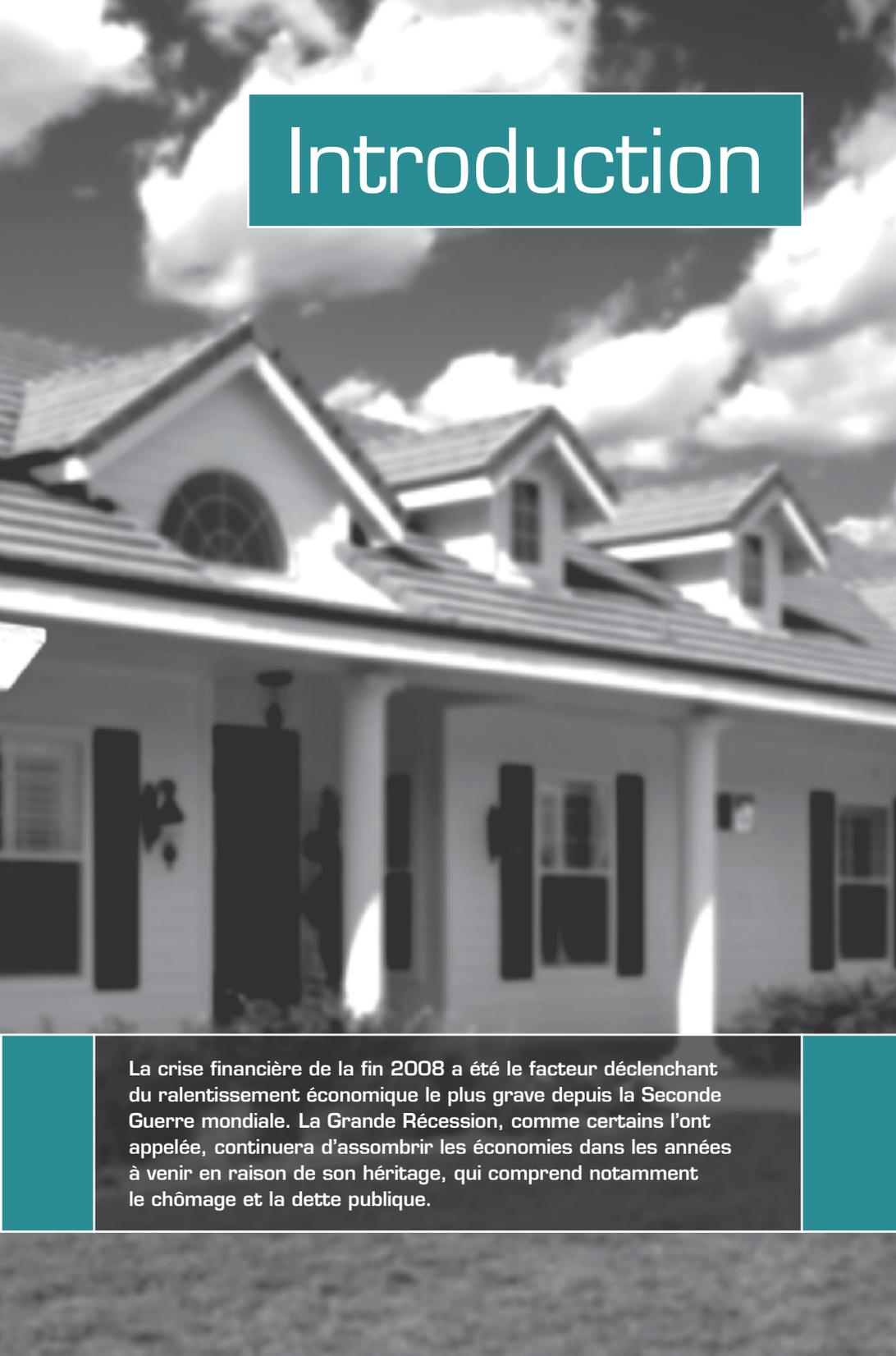
Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

1

SHORT SALE

**FOR
SALE**



Introduction

La crise financière de la fin 2008 a été le facteur déclenchant du ralentissement économique le plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale. La Grande Récession, comme certains l'ont appelée, continuera d'assombrir les économies dans les années à venir en raison de son héritage, qui comprend notamment le chômage et la dette publique.

En guise de préambule...

Au début des années 2000, Clarence Nathan souscrit un emprunt. Il ne travaille pas à temps plein, mais cumule trois emplois à temps partiel, dont aucun n'est vraiment stable, et gagne environ 45 000 dollars par an. Il a lui-même été surpris que quelqu'un lui accorde un prêt sur la valeur de sa maison, surtout pour un montant de 540 000 dollars.

« Moi-même, je ne me serais pas prêté cet argent, a-t-il déclaré à la National Public Radio des États-Unis, et personne de ma connaissance ne l'aurait fait. Je connais des types, des criminels du genre à vous casser les rotules, et eux non plus ne me l'auraient pas prêté. Je ne sais pas pourquoi la banque l'a fait. Sincèrement... Prêter 540 000 dollars à quelqu'un qui a un mauvais crédit. »

Pourquoi la banque l'a-t-elle fait ? À première vue, cette décision n'a pas de sens. Si M. Nathan avait sollicité un tel prêt dix ans plus tôt, on ne le lui aurait pas accordé. Mais un certain nombre de choses ont changé entre-temps. Tout d'abord, l'emprunt est devenu – et est resté – relativement bon marché aux États-Unis et dans d'autres pays grâce aux apports en capitaux considérables provenant d'économies émergentes telles que la Chine. Autrement dit, il y a un immense stock d'argent qui n'attendait que d'être prêté.

Ensuite, les banques elles-mêmes ont changé. Elles se montrent de plus en plus avides de prendre des risques importants dont elles attendent des profits importants. À ceci près que, pour autant qu'elles étaient concernées, elles ne prenaient pas réellement de risques. Grâce à des innovations financières astucieuses, elles pouvaient morceler des emprunts comme celui de M. Nathan en fractions si petites et si nombreuses qu'en cas d'incapacité de paiement de sa part (ce qui est arrivé), la perte serait si largement dispersée que personne ne la sentirait. Mieux encore, la banque aurait revendu cet emprunt à quelqu'un d'autre bien avant que M. Nathan ait des difficultés. Et faute de pouvoir honorer ses dettes, il pouvait toujours vendre sa maison en faisant un profit. Après tout, depuis les années 30, il n'y avait pas eu de recul des prix de l'immobilier à l'échelle des États-Unis.

Pendant un certain temps, semblait-il, on en était venu à gérer le risque si efficacement qu'il n'était plus aussi « risqué » qu'auparavant. Il était à la fois logique de prêter et d'emprunter, ce que quasiment tout le monde a fait. En 2005, aux États-Unis, les propriétaires ont ainsi emprunté 750 milliards de dollars sur la valeur de leur maison, un montant environ sept fois supérieur à ce qu'il était une décennie plus tôt. Après tout, rien ne pouvait arriver, n'est-ce pas ?

Boum !

À l'heure qu'il est, vous connaissez la réponse ou vous l'avez devinée : la bulle a éclaté. Comme c'était déjà arrivé dans le passé, l'« exubérance irrationnelle » a heurté de plein fouet la dure réalité, et c'est la dure réalité qui l'a emporté. Elle en a l'habitude.

Même si la crise couvait alors depuis déjà longtemps, l'effondrement de Lehman Brothers, survenu en septembre 2008, illustre bien le carnage financier qui en a résulté. Ce qui avait commencé comme une crise financière a rapidement gagné l'« économie réelle », déclenchant une chute sans précédent du commerce mondial, des pertes massives d'emplois et la première contraction de l'économie mondiale depuis la Seconde Guerre mondiale. Rien d'étonnant à ce que certains aient parlé de « Grande Récession ».

Ce livre porte sur cette crise, le repli de l'activité qu'elle a entraîné et les perspectives d'une reprise soutenue. Il analyse les racines de cette crise, décrit la façon dont elle s'est répandue dans l'économie réelle et montre comment les « répliques » de la Grande Récession continueront à se faire sentir dans les années à venir.

La récession et son héritage

En économie, on a souvent la mémoire courte, ce qui explique sans doute que les crises et les bulles financières aient tendance à revenir avec une telle fréquence. S'il est difficile de déceler à l'avance les facteurs qui peuvent être à l'origine de tels événements (autrement, ils n'auraient pas lieu), une idée erronée est néanmoins récurrente : pour une raison ou une autre, on croit que les vieilles règles de l'économie et des marchés financiers ne s'appliquent plus. Parfois, les règles changent réellement, mais la plupart du temps ce n'est pas le cas. Comme l'éminent investisseur et homme d'affaires Sir John Templeton en a un jour fait la remarque : « Lorsqu'on investit, les quatre mots les plus dangereux sont : cette fois, c'est différent. »

En fin de compte, cela n'a pas été différent cette fois-ci : le risque était loin d'être aussi bien géré qu'on le croyait. En réalité, il n'avait fait que s'aggraver à cause des déséquilibres considérables apparus dans l'économie mondiale ces dernières décennies et des profonds changements qui s'étaient répandus à travers les institutions financières. Et, comme par le passé, la crise financière a eu un impact considérable sur l'économie réelle, le monde dans lequel la plupart d'entre nous gagnent leur vie.

« Même si la crise n'a pas entraîné "la fin du monde tel que nous le connaissons" – pour paraphraser une chanson à succès d'il y a quelques années –, on s'accorde du moins sur un point : c'était plus qu'une des turbulences que les économies traversent occasionnellement. »

Panorama des statistiques de l'OCDE 2010

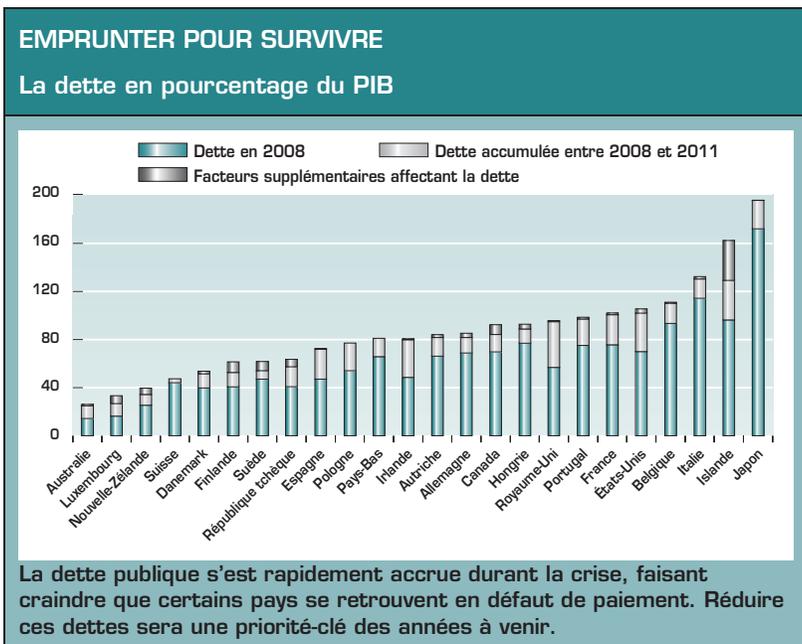
Ce qui a été différent, cependant, c'est l'ampleur de la crise et son synchronisme : contrairement à la crise financière asiatique de la fin des années 90, elle n'a pas seulement été un événement régional, mais une crise mondiale, du moins à son commencement. Les chiffres sont frappants. Selon des estimations de la Banque mondiale, l'économie mondiale s'est contractée de 2,1 % en 2009, une chute sans précédent depuis 1945. Dans la zone OCDE, la contraction économique a atteint 4,7 % entre le premier trimestre 2008 et le second trimestre 2009. La chute des échanges mondiaux est un autre signe de la gravité de la crise : selon l'OMC, à l'échelle mondiale, le volume des échanges de biens et de services a baissé de 12 % en 2009.

Le chômage a rapidement augmenté, atteignant 8,7 % dans la zone de l'OCDE début 2010, soit 17 millions de sans-emploi de plus qu'en 2008, un sommet depuis 1945. La situation est devenue particulièrement préoccupante pour les jeunes, et elle le demeure : dans la zone OCDE, le taux d'emploi des 15-24 ans a baissé de plus de huit points de pourcentage. Environ un jeune sur quatre est au chômage dans des pays comme la France et l'Italie, et plus de deux sur cinq le sont en Espagne. Les créations d'emplois ne survenant généralement qu'après la reprise, ces taux de chômage élevés ne disparaîtront pas de sitôt, même si les économies rebondissent fortement.

La dette constitue un autre héritage de la récession. Les gouvernements ont beaucoup emprunté durant la crise afin de maintenir les institutions financières à flot et de stimuler l'activité.

En 2011, la dette publique typique représentera environ 100 % du PIB dans les pays de l'OCDE, c'est-à-dire la valeur de tous les biens et services qu'ils produisent.

Cet endettement était nécessaire, mais il a eu pour effet de faire passer la crise financière du secteur privé vers le secteur public. Durant la phase initiale de la crise, les institutions financières étaient « surendettées » : elles ne pouvaient pas faire face à leurs dettes. En venant à leur aide, et en aidant l'économie dans son ensemble, on a transféré le problème aux gouvernements et on les a laissés avec des taux d'endettement élevés. D'où les défis majeurs qui se posent déjà à des pays comme la Grèce et l'Espagne et la pression qui s'exerce sur l'euro. Dans les années à venir, la nécessité de réduire ces emprunts placera les sociétés des pays de l'OCDE face à des choix difficiles : comment établir le meilleur équilibre possible entre la fiscalité et les dépenses, et comment allouer au mieux les ressources pour générer la prospérité à long terme ?



Source : Panorama des statistiques de l'OCDE 2010.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932341822>

De quoi est-il question dans ce livre ?

Essayer de prédire la tournure que pourrait prendre l'économie mondiale s'est révélé un des défis les plus difficiles de la crise. Si la vitesse et la soudaineté avec lesquelles elle est apparue ont pris la plupart des gens au dépourvu, l'évolution de la récession et de la reprise a réservé plus de surprises qu'un thriller hollywoodien. Au plus fort de la crise, on a prédit un effondrement de l'économie, ce qui était probablement exagéré ; de même, les prévisions de reprise rapide semblent être loin de la réalité.

Ce qui semble clair, en revanche, c'est que l'effondrement survenu au début de la crise s'est caractérisé par un synchronisme qui est absent de la phase de reprise. La sortie de la récession n'a pas eu lieu partout au même rythme. Les pays émergents, en particulier en Asie, ont fortement rebondi, et la réaction de certains pays à faible revenu a été bien meilleure que ce à quoi beaucoup s'attendaient.

Le tableau est plus contrasté dans les économies développées de la zone OCDE. La reprise semble vouée à y rester faible encore quelque temps : il n'en sera que plus compliqué de s'attaquer au défi que représentent le chômage, la dette et le déficit croissants.

« Le rythme de la reprise est inégal et, aux États-Unis comme dans une grande partie de l'Europe, la croissance sera trop faible pour réduire notablement le nombre de chômeurs cette année. »

*Angel Gurría, Secrétaire général de l'OCDE,
discours prononcé à Prague en avril 2010*

De tels défis en sont venus à occuper une place de plus en plus importante dans l'agenda de l'OCDE. Tout comme les gouvernements, d'autres organisations intergouvernementales, les entreprises et les citoyens, l'OCDE a dû s'adapter à une situation économique évoluant rapidement depuis l'éclatement de la crise. Ses efforts ont tourné autour de trois axes principaux ; on peut les résumer en disant que le défi à relever consiste à jeter les bases d'une économie mondiale à la fois **plus forte, plus saine et plus juste**.

Une économie plus forte assure une croissance durable, recourt aux réglementations appropriées pour renforcer la résistance aux crises et tire le meilleur parti de sa main-d'œuvre. Une économie plus saine est non seulement « plus verte », mais également plus propre : elle lutte contre les pots-de-vin, la corruption et la fraude fiscale. Enfin, une économie plus juste offre des opportunités à tous, indépendamment de l'horizon d'où ils viennent, et procure de meilleurs niveaux de vie aux plus pauvres de la planète.

Tous ces efforts sont abordés dans ce livre. Afin de mettre les choses en perspective, comme il se doit, nous commencerons par analyser les causes de la crise et son déroulement. Puis nous examinerons les défis liés à l'après-crise auxquels sont confrontées nos économies et nos sociétés dans des domaines tels que l'emploi, les retraites et la réglementation financière.

Par nature, un tel livre ne peut donner qu'une vue d'ensemble de ces questions, mais il offre au lecteur les outils nécessaires pour les approfondir. Chaque chapitre comporte des graphiques, des tableaux et des citations tirés de publications et d'articles de l'OCDE, et se conclut par une section « Pour en savoir plus » qui renvoie à des références supplémentaires de l'OCDE ainsi qu'à d'autres organismes intergouvernementaux et sources d'information.

Le **chapitre 2** examine les racines de la crise financière et montre notamment comment les techniques de titrisation ont grandement accru la vulnérabilité des banques au défaut de paiement.

Le **chapitre 3** analyse les chemins empruntés par la récession, c'est-à-dire la transformation d'une crise financière en une crise touchant l'économie mondiale.

Le **chapitre 4** examine les effets de la crise sur l'emploi, notamment le risque que la récession soit suivie d'une reprise économique sans emplois aboutissant à une « génération sacrifiée » de jeunes.

Le **chapitre 5** examine l'impact sur les retraites : la crise a mis en lumière des problèmes liés à la fois au financement et aux prestations, problèmes que le vieillissement de la population et la mutation des carrières pourraient aggraver.

Le **chapitre 6** aborde la question des nouvelles règles et des nouvelles normes que certains appellent de leurs vœux dans trois domaines-clés : marchés financiers, fraude fiscale et éthique économique.

Enfin, le **chapitre 7** traite de certaines questions que la récession soulève à plus long terme, notamment l'augmentation de la dette publique, les perspectives de transformer la reprise en opportunité de « croissance verte » et les défis posés à la science économique.

À propos de l'OCDE

L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est un forum où les plus importants pays industrialisés attachés aux principes de la démocratie et de l'économie de marché œuvrent de concert pour relever les défis économiques, sociaux et de gouvernance que pose l'économie mondialisée. En 2008, ses membres représentaient 60 % du commerce mondial et près de 70 % du revenu national brut (RNB) mondial (un indicateur de la performance économique des pays).

La création de l'OCDE remonte au plan Marshall, mis en œuvre après la Seconde Guerre mondiale pour reconstruire les économies européennes. Il visait à favoriser une croissance économique durable, l'essor de l'emploi et la progression du niveau de vie. Ces objectifs restent au cœur de la mission de l'OCDE, qui s'efforce également de contribuer à une expansion économique saine, dans ses pays membres comme dans les pays en développement, et à l'expansion du commerce mondial sur une base non discriminatoire. Dans cette optique, l'OCDE a tissé des liens avec de nombreuses économies émergentes, tout en partageant son expertise et en échangeant des idées avec plus de 100 autres pays et économies à travers le monde.

Ces dernières années, l'OCDE a lancé un processus d'élargissement et invité un certain nombre de pays à ouvrir des discussions en vue de leur adhésion. Quatre d'entre eux – Chili, Estonie, Israël et Slovaquie – ont été invités à adhérer en 2010, tandis que les discussions se poursuivent avec la Russie. L'OCDE a également lancé un processus d'engagement renforcé avec cinq économies émergentes : Afrique du Sud, Brésil, Chine, Inde et Indonésie.

Les chiffres jouent un rôle-clé dans les travaux de l'OCDE, qui s'appuie en permanence sur eux pour fournir des conseils politiques fondés sur les faits. L'OCDE est l'une des sources de données comparées parmi les plus importantes au monde, dans des domaines allant des indicateurs économiques à l'éducation et à la santé. Grâce à ces données essentielles, les gouvernements des pays membres peuvent comparer leurs expériences en matière d'action publique. L'OCDE élabore également des lignes directrices, des recommandations et des modèles dans des domaines tels que la fiscalité et les questions techniques, où la coopération internationale est vitale pour que chaque pays continue à aller de l'avant dans une économie mondialisée.

www.ocde.org

2

La soudaineté de la crise financière a pris beaucoup de gens au dépourvu. En réalité, les pressions financières s'étaient accumulées pendant des années, avec l'afflux massif de fonds provenant de pays émergents tels que la Chine vers des économies développées comme les États-Unis. Une situation exacerbée par le goût immodéré et croissant des banques pour le risque.



Les racines d'une crise

En guise de préambule...

Si les événements de 2008 sont déjà entrés dans l'histoire, ils n'ont rien perdu de leur capacité à nous couper le souffle. En quelques mois à peine, une série de séismes a frappé le système financier mondial – le type d'événements qui ne devraient normalement survenir qu'une fois par siècle.

En réalité, les signaux étaient déjà au rouge en 2007 : de graves pressions commençaient à s'exercer sur le marché des prêts hypothécaires à risque. Puis, en mars 2008, la banque d'affaires et de courtage Bear Stearns s'est effondrée. Ce n'était que le début. Début septembre, le gouvernement américain a annoncé qu'il prenait le contrôle de Fannie Mae et Freddie Mac, deux entités gigantesques à la base du crédit hypothécaire aux États-Unis. Mi-septembre, on apprenait l'effondrement de Lehman Brothers. Véritable institution de Wall Street, cette banque d'affaires avait abrité en son sein le genre de traders et de courtiers que Tom Wolfe surnomme les « maîtres de l'univers ». À peu près en même temps, Merrill Lynch, une autre légende de Wall Street, n'a échappé au sort de Lehman Brothers qu'en se faisant absorber par la Bank of America.

Les banques d'affaires n'ont pas été les seules à avoir des ennuis. American International Group (AIG), le plus grand assureur des États-Unis, est passé à deux doigts de la faillite en raison des mauvais paris qu'il avait faits en assurant des titres financiers complexes. Le groupe n'a finalement dû sa survie qu'aux milliards de dollars d'aide financière de Washington.

Quelle a été la réaction du marché des valeurs mobilières ? À New York, l'indice Dow Jones a chuté de 777 points le 29 septembre, la plus forte baisse sur une journée de son histoire. Cela traduisait une crainte plus générale d'un effondrement imminent du système financier mondial. La page de couverture de *The Economist*, habituellement peu enclin à la panique, résumait bien l'humeur du moment : on y voyait un homme debout au bord d'une falaise en train de se désagréger, et le gros titre : « Le monde au bord du gouffre ».

 Qu'est-il arrivé ? Pourquoi le système financier mondial a-t-il sombré de façon apparemment si soudaine dans ce qui pouvait devenir une crise de l'ampleur de la Grande Dépression, comme beaucoup le craignaient à l'époque ? Ce chapitre analyse les pressions qui se sont accumulées sur la finance mondiale au cours des années précédentes, ainsi que l'effet amplificateur considérable qu'ont eu les nouvelles approches adoptées par le secteur bancaire.

Le barrage cède

Quelles ont donc été les racines de cette crise ? La métaphore du barrage submergé par les flots aide à répondre à cette question.

L'eau retenue par le barrage était la bulle mondiale de liquidités, c'est-à-dire l'accès facile à l'emprunt bon marché. Cette situation résultait de la faiblesse des taux d'intérêt dans des économies-clés comme le Japon et les États-Unis et du soutien considérable apporté par la Chine aux finances américaines. L'offre d'argent facile peut sembler une idée assez abstraite, mais elle a eu des effets réels dans la vie de tous les jours. Ainsi, la faiblesse de l'inflation, permise par l'offre considérable de biens provenant d'Asie, les taux d'intérêt peu élevés aux États-Unis et l'investissement asiatique dans les bons du Trésor américains, a rendu les emprunts immobiliers bon marché, ce qui a encouragé les acheteurs à entrer sur le marché et alimenté la bulle immobilière. D'autres actifs, comme les actions, ont également atteint des niveaux difficiles à maintenir à long terme.

Lorsqu'une pression excessive s'exerce sur un barrage, on peut la réduire grâce à des canaux de dérivation. Cependant, dans le monde financier, leur rôle était joué par une réglementation médiocre, et elle n'a fait que contribuer aux problèmes en encourageant les activités à visée lucrative, à la fois dangereuses et souvent mal comprises. Résultat, des banques et d'autres institutions financières ont essuyé de grosses pertes en faisant des paris financiers qui ont réduit à néant leur capital.

La faillite de Lehman a peut-être été la plus frappante, mais les problèmes couvaient déjà depuis des années. Un an plus tôt, à l'automne 2007, Northern Rock avait été la première banque britannique depuis un siècle et demi à subir une « panique bancaire » (en proie à la panique, les déposants se ruent aux guichets pour retirer leurs avoirs). La « Rock » avait connu un essor rapide et était devenue l'une des principales institutions de crédit immobilier en Angleterre ; mais, pour financer ses prêts, elle s'appuyait sur des emprunts à court terme, et non sur les dépôts de ses clients. À peu près à la même époque, un certain nombre de banques allemandes recevaient également une aide d'urgence de l'État. Mais il a sans doute fallu l'effondrement de Lehman pour que l'opinion publique prenne vraiment conscience de l'ampleur de la crise imminente. Par la suite, cette dernière s'est répandue bien au-delà de Wall Street pour affecter les économies à travers le monde.

Pour en revenir à l'essentiel, pourquoi la bulle de liquidités s'est-elle formée (ou pourquoi l'eau s'est-elle accumulée en amont du

barrage) ? Et qu'est-il arrivé aux réglementations qui ont permis aux banques de faire des erreurs aussi dangereuses ?

Qu'est-ce qui a causé la bulle de liquidités ?

Les bulles spéculatives ne sont pas rares dans l'histoire. Dès le xviii^e siècle, saisis de « tulipomanie », les Néerlandais ont spéculé sur les bulbes de tulipe et fait monter leurs prix en flèche ; selon une estimation, au plus fort de cet engouement, certains bulbes valaient plus de 100 000 dollars actuels. Dans les années 20, à New York, les actions ont vu leur prix s'envoler à l'approche du krach de 1929, avant de perdre près de neuf dixièmes de leur valeur au cours des trois ou quatre années suivantes. C'est seulement au milieu des années 50 que les actions cotées à New York ont retrouvé leur valeur d'avant 1929. Plus près de nous, lors de la « bulle technologique » de la fin des années 90 et du début des années 2000, les actions liées à l'Internet ont vu leur cours s'envoler, avant de retomber elles aussi.

En entraînant une baisse des taux d'intérêt américains, le krach qui a suivi la bulle technologique a contribué à jeter les bases de la crise financière. Voyons plus en détail comment c'est arrivé, et examinons d'autres facteurs qui ont favorisé l'accumulation d'eau – ou de crédit – derrière le barrage.

La faiblesse des taux d'intérêt américains : Après l'éclatement de la bulle technologique, la Réserve fédérale américaine a nettement réduit ses taux d'intérêt afin de dynamiser l'économie. De faibles taux encouragent les entreprises et les consommateurs à emprunter, ce qui stimule les dépenses et, partant, l'activité économique et l'emploi. La combinaison d'une forte croissance de l'emploi, de faibles taux d'intérêt et de politiques encourageant les prêts hypothécaires sans mise de fonds a contribué à accroître le prix des maisons, tout en rendant les prêts plus abordables pour les ménages aux revenus les plus faibles.

La faiblesse des taux d'intérêt japonais : En 2001, afin d'assurer la reprise économique du pays après la « décennie perdue » des années 90, la Banque du Japon a fixé ses taux d'intérêt à 0 %. Avec des taux aussi faibles, il devenait très bon marché d'emprunter des yens, ce qui a donné lieu à des opérations de portage en yens. En clair, les spéculateurs empruntaient des yens (à des taux d'intérêt quasiment nuls), puis achetaient des actifs à rendement bien plus élevé, comme des bons du Trésor américain, ce qui a eu pour effet d'injecter de l'argent dans le système financier des États-Unis et de certains autres pays.

L'impact de la Chine et des fonds souverains : Ces dernières décennies, la Chine est devenue une puissance exportatrice : elle produit et vend à l'étranger de grandes quantités de biens, mais elle en importe et en achète beaucoup moins. Il en résulte un excédent de la balance commerciale considérable, qui est en grande partie recyclé aux États-Unis. La Chine menant une politique de taux de change, ces flux signifient que la Banque centrale effectue une grande partie de ce recyclage en accumulant des réserves de devises étrangères, en général investies en bons du Trésor américain. La Chine est maintenant le premier investisseur mondial dans ce type de titres, mais elle n'est pas le seul : de nombreux pays du Moyen-Orient et de l'Asie de l'Est, outre la Chine, gèrent des fonds souverains, lesquels investissent la richesse nationale, et ce souvent à l'étranger. Avec l'envolée du prix du pétrole en 2007, certains de ces fonds ont vu leur valeur s'accroître considérablement, ce qui a ajouté encore plus de liquidités à la bulle spéculative mondiale en formation.

Des canaux dangereux : la multiplication des titres

L'économie mondiale s'est donc trouvée inondée de crédit facile, ce qui a entraîné une forte augmentation du prix d'actifs tels que les maisons et les actions. De fait, une bulle spéculative était apparue, et, comme pour toutes les bulles, elle devait éclater un jour ou l'autre. En soi, la situation était déjà grave, mais l'incapacité de réguler adéquatement la façon dont les banques et les institutions financières géraient ces flux de crédit facile a encore aggravé le problème.

Un des problèmes les plus graves était l'accroissement des prêts immobiliers accordés à des emprunteurs ayant de mauvais antécédents – les prêts hypothécaires à haut risque –, accroissement encouragé par la politique publique, par l'intermédiaire notamment de ce qu'on a appelé l'*American Dream legislation* (législation favorisant la concrétisation du rêve américain, voir ci-dessous). Pour les institutions financières, il était intéressant d'acheter ces prêts, de les combiner à des titres hypothécaires, puis de transférer le risque à quelqu'un d'autre en encaissant les revenus tirés des commissions. Ce processus offrait d'importants avantages fiscaux aux courtiers, ce qui a contribué à la croissance explosive du marché des couvertures de défaillance qui a joué un grand rôle dans la propagation de la crise entre les institutions financières.

Emprunts à haut risque

Autrefois, les prêts hypothécaires n'étaient accordés qu'à l'issue d'un long processus d'enquête. Cependant, au cours des dernières années, les pratiques évoluèrent dans certains pays, et tout particulièrement aux États-Unis : à condition d'être prêts à payer un taux plus élevé, les emprunteurs arrivaient toujours à trouver quelqu'un pour leur accorder un prêt, même s'ils avaient de mauvais antécédents (déterminés à partir de leur historique de crédit). Un bon historique de crédit signifie qu'on peut emprunter à un taux d'intérêt relativement bas (prime) ; un emprunteur qui a un mauvais historique de crédit doit en revanche payer un taux d'intérêt plus élevé (subprime).

Autrefois, avoir un bon revenu et pouvoir en apporter la preuve importait également mais des changements intervinrent aussi sur ce plan. Désormais, les emprunteurs pouvaient souscrire un prêt sur la base des revenus déclarés (ils déclaraient combien ils gagnaient en espérant que personne n'irait vérifier).

Autre caractéristique de l'emprunt immobilier, les prêts hypothécaires à taux variable attiraient des emprunteurs en leur offrant un taux initial faible, mais appelé à augmenter, souvent de façon assez abrupte, après seulement quelques années. Toutefois, de nombreux emprunteurs calculèrent que le prix de l'immobilier augmenterait plus rapidement que leur taux d'intérêt, ce qui leur permettrait toujours de vendre leur maison en faisant un profit. Les dangers semblaient également gérables aux yeux des prêteurs : ils percevaient des commissions pour mettre sur pied les emprunts et pouvaient « disperser » le risque de défaut de paiement grâce à la titrisation des créances.

Ce processus de **titrisation des créances** a joué un rôle-clé dans la gestation de la crise, d'où l'intérêt d'examiner son fonctionnement plus en détail. En accordant un emprunt immobilier, une banque s'assure des rentrées d'argent pendant de longues années, au fur et à mesure que l'emprunteur lui rembourse le prêt. Toutefois, elle peut souhaiter ne pas attendre aussi longtemps et, pour accélérer ses rendements, décider de créer des **titres**, plus précisément des **titres adossés à des créances hypothécaires**. En termes simples, un titre est un contrat pouvant être acheté et vendu et donnant à son détenteur une participation dans un actif financier. Lorsqu'une banque transforme un emprunt en titre, puis vend ce dernier, l'acheteur acquiert le droit de recevoir les rentrées d'argent régulières découlant du remboursement de l'emprunt. Le plus souvent, cet acheteur est une structure de titrisation (SPV), qui vend des titres de différentes qualités à des investisseurs suivant une politique de type « acheter

pour conserver », tels que des fonds de pensions. Entre-temps, la banque a rapidement touché les commissions liées à la transaction qu'elle a effectuée, mais sans nécessairement avoir d'obligations à l'égard de la structure de titrisation – cela dépend des détails du contrat.

Toutefois, les choses peuvent mal tourner. Si le créancier hypothécaire ne peut plus effectuer ses paiements, les rentrées d'argent promises ne se matérialiseront pas pour le détenteur du titre. Bien sûr, la maison peut être saisie ou vendue, mais, si les prix de l'immobilier ont commencé à baisser, la vente peut ne pas couvrir l'ensemble de l'emprunt. À cause de la multiplication des prêts immobiliers au cours de la dernière décennie (phénomène dont nous examinerons les raisons plus en détail ci-dessous), le risque de défaut de paiement s'est accru. De nombreux titres sont devenus « toxiques » pour les banques qui avaient contracté des engagements. Et les banques sont devenues prudentes en matière de prêts interbancaires, car il était difficile d'évaluer l'ampleur des pertes que ces titres pouvaient entraîner, tout comme il était difficile de déterminer si les parties contractantes étaient « sûres », ce qui a alimenté la contraction du crédit.

Qu'est-ce qu'un titre adossé à un actif ?

La crise financière a fait entrer dans les conversations de tous les jours des termes financiers jusqu'alors employés uniquement entre les murs de Wall Street, comme « titres adossés à des actifs ». Si vous saisissez ce qu'est la titrisation des créances, vous comprendrez facilement de quoi il s'agit : ce sont des titres reposant sur un portefeuille d'actifs tels qu'un emprunt hypothécaire ou la dette d'une carte de crédit, qui rapportera de l'argent dans l'avenir. Certains de ces titres adossés à des actifs sont plus « exotiques » : en 1997, David Bowie a ainsi lancé les « Bowie Bonds », qui donnaient à leurs détenteurs le droit de toucher des revenus sur les droits d'auteur à venir de ses enregistrements.

On n'arrête pas le progrès bancaire

Pourquoi les banques ont-elles créé ces titres ? Pourquoi y ont-elles investi avec ce qui, rétrospectivement, ressemble à de l'imprudence ? Les réponses à ces questions sont complexes et souvent assez techniques, mais elles tiennent dans une large mesure à de nouvelles approches de la réglementation qui ont autorisé, voire encouragé les banques à modifier leur façon de faire des affaires.

Pour répondre à ces questions, nous devons savoir comment les banques travaillent. En termes très simples, lorsque vous déposez de l'argent sur votre compte, vous prêtez en réalité de l'argent à votre banque, en échange de quoi elle vous paie un intérêt. Comme vous pouvez réclamer votre argent en tout temps, vos dépôts sont considérés comme faisant partie du **passif** de la banque.

La banque ne garde pas votre argent dans ses coffres : elle le prête à d'autres personnes qui lui paient des taux d'intérêt plus élevés que ceux qu'elle vous accorde. Comme ces prêts lui sont tôt ou tard remboursés, on considère qu'ils font partie de son **actif**. Donc, votre argent circule à travers la banque comme à travers une porte battante : il entre dans un sens et sort par l'autre.

Mais qu'arrive-t-il si vous souhaitez récupérer votre argent ? La loi oblige la banque à garder un coussin financier où elle peut puiser en cas de besoin. Il s'agit du capital ou des fonds propres, c'est-à-dire l'argent que les actionnaires et les investisseurs ont mis dans la banque lorsqu'elle a été fondée (ce capital apparaît au passif de son bilan). Traditionnellement, la nécessité pour les banques de respecter des **normes de fonds propres** – leurs prêts ne doivent pas représenter plus d'un certain pourcentage de leur capital – limitait l'ampleur de ce qu'elles pouvaient prêter et, par conséquent, leur croissance. Généralement, les banques étaient des entreprises prudentes : les investisseurs qui achetaient leurs actions comptaient s'y accrocher pendant longtemps et en tirer des dividendes modestes mais constants, et non des profits rapides.

Cette approche a changé dans les années 90. De nombreuses banques ont commencé à se focaliser de plus en plus sur la croissance, à la fois de leurs affaires et de la valeur de leurs actions ; et la façon dont elles étaient réglementées leur permettait de plus en plus de le faire. Auparavant, les banques tiraient une bonne partie de leurs revenus de la différence existant entre ce qu'elles payaient aux déposants et ce que les emprunteurs leur payaient. Cela a changé, et les banques ont de plus en plus compté sur les **revenus issus des ventes et des achats** de produits financiers et sur les commissions générées par la titrisation.

Cette nouvelle approche a modifié l'échelle de temps sur laquelle les banques s'attendaient à gagner de l'argent : plutôt que d'attendre patiemment qu'on leur paie les intérêts des emprunts au fil des années, elles ont de plus en plus recherché les bénéfices immédiats issus des commissions ou de la vente de produits financiers. Le mode de rémunération du personnel traduisait bien cette nouvelle priorité : les primes augmentaient plus vite que le salaire fixe, le tout reposant de plus en plus sur la capacité à générer des revenus immédiats. On

offrait également aux salariés des actions et des options d'achat d'actions : autrement dit, il était dans leur intérêt de faire monter le cours de l'action de la banque en générant des gains rapides.

Ce sont les **banques d'affaires**, une catégorie de banques qui sert principalement les intérêts du monde des affaires en levant des capitaux, en échangeant des titres et en aidant aux OPA et aux acquisitions, qui se sont lancées le plus avidement dans ces approches novatrices reposant de plus en plus sur la titrisation et les ventes sur le marché financier. En Europe, de nombreuses banques traditionnelles ont également des branches d'affaires. Aux États-Unis, en revanche, les banques de dépôts et les banques d'affaires ont longtemps été séparées – un héritage de la Grande Dépression. Cette division visait notamment à prévenir les risques de contagion entre les entreprises gérant des titres à haut risque, le secteur de l'assurance et les banques de dépôts. Par exemple, si une banque d'affaires organisait la vente d'actions d'une entreprise qui se trouvait ensuite confrontée à des problèmes, sa branche dépôts pouvait se sentir tenue d'accorder un prêt à cette entreprise, même si cela n'avait pas beaucoup de sens d'un point de vue financier. Dans les années 90, ces barrières ont commencé à disparaître, tout particulièrement avec l'abrogation en 1999 du Glass-Steagall Act, qui remontait à l'ère de la Grande Dépression. Partant, c'est parmi les conglomérats bancaires américains que l'appétit pour le risque s'est le plus largement répandu, ce qui a en définitive causé de graves difficultés à certains d'entre eux, ainsi qu'à leurs homologues européens.

Tirer le meilleur parti du capital

Nous avons vu qu'il y a des limites à ce qu'une banque peut prêter : sa capacité de prêt est limitée par l'importance de son capital. L'accord de Bâle définit des règles pour calculer ces normes de fonds propres, mais le calcul est technique et complexe. Par exemple, les prêts plus risqués doivent aller de pair avec un capital plus important. Or, ces dernières années, les banques ont été en mesure de prêter davantage sans que leurs fonds propres s'accroissent dans les mêmes proportions. Cela s'explique par deux changements.

L'apparition d'un modèle bancaire « octroyer et céder » : L'idée qui sous-tend cette pratique est assez simple, même si les moyens utilisés pour la mettre en œuvre peuvent être compliqués. Dit simplement, cela signifie qu'une banque crée des prêts (elle les octroie), puis cherche des façons de les faire disparaître de ses livres (elle les cède), de telle sorte qu'elle peut accorder davantage de prêts sans enfreindre ses obligations de fonds propres.

Avant la crise, une des façons de le faire consistait à titriser des emprunts et à les placer dans des structures de titrisation (SPV) tels que des **véhicules de titrisation** (*structured investment vehicles*, SIV) et des obligations adossées à des actifs (*collateralised debt obligations*, CDO – voir l'encadré ci-dessous). Les SIV étaient des entités créées par des banques qui souscrivaient des emprunts bon marché à court terme pour financer des actifs à plus long terme. Les SIV permettaient de gagner de l'argent en raison de l'écart – ou gap – existant entre le coût de ces emprunts à court terme et ce que rapportaient les intérêts à plus long terme. À condition que la banque n'émette pas de lettres de crédit ou d'autres titres du même ordre d'une durée d'un an ou plus, cela n'entraînait pas dans les règles sur le capital définies par l'accord de Bâle.

Le principal inconvénient était le suivant : les SIV devaient en permanence convaincre les prêteurs de continuer à leur accorder des prêts à court terme. Lorsque la pénurie de crédit a frappé, ces prêteurs sont devenus encore plus prudents, et les taux d'intérêt de ces prêts à court terme ont augmenté. Les SIV ont également vu chuter la valeur de leurs titres adossés à des créances hypothécaires : il devenait de plus en plus évident que nombre d'entre eux étaient en partie constitués de mauvais emprunts. Les SIV ont ainsi dû faire face à de grosses pertes, et ce sont les banques qui les avaient créés qui ont dû payer l'addition.

Qu'est-ce qu'une obligation adossée à des actifs ?

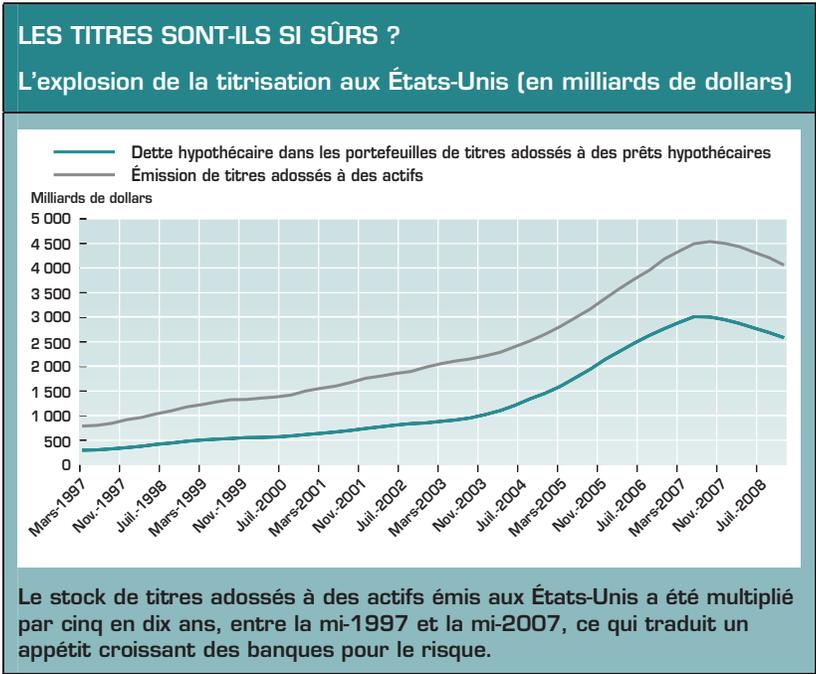
Les obligations adossées à des actifs (CDO) sont des titres d'investissement complexes reposant sur un portefeuille d'actifs tels que des titres adossés à des créances hypothécaires. Fondamentalement, chaque CDO est divisée et vendue en « tranches » qui rapportent chacune un taux d'intérêt différent. La tranche la moins risquée, en général notée AAA, offre le taux le plus bas ; les tranches plus risquées, notées BBB ou moins, offrent un taux plus élevé : plus le risque est grand, plus cela rapporte. Les CDO ont explosé durant la crise des *subprimes* parce que certaines de ces tranches risquées avaient ensuite été rassemblées pour former de nouvelles CDO, elles-mêmes divisées en nouvelles tranches, dont des tranches « sûres » notées AAA. Avec l'augmentation des défauts de paiement de prêt hypothécaire, même des investisseurs prudents, qui pensaient faire des investissements sûrs (notés AAA), ont découvert qu'il ne leur restait plus rien ou presque. Pour en savoir plus sur ce qui a mal tourné avec les CDO, voir l'explication à la fois instructive et divertissante de Paddy Hirsch, de Marketplace, à l'adresse suivante : <http://marketplace.publicradio.org/display/web/2008/10/03/cdo>.

De Bâle I à Bâle II – L'accord de Bâle de 1988 (Bâle I), accord international mené sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI) basée en Suisse, fixe la limite minimale de la quantité de fonds propres des banques. Avec l'évolution des pratiques bancaires et financières dans les années 90 et 2000, le besoin d'un nouvel accord s'est fait sentir, ce qui a débouché en 2004 sur la publication de recommandations pour un accord Bâle II.

Ces accords sont extrêmement techniques, et leur impact sur l'évolution des pratiques bancaires, ainsi que leur rôle dans l'alimentation de la crise, fait aujourd'hui encore l'objet de débats. Deux points méritent néanmoins d'être mentionnés. Tout d'abord, les prêts hypothécaires courants sont considérés comme moins risqués par Bâle II que par Bâle I, ce qui a permis aux banques d'en accorder davantage sans incidence sur leurs exigences de fonds propres. Ensuite, et c'est la conséquence du premier point, lors de la période de transition entre Bâle I et Bâle II, il était logique pour les banques de retirer de leur bilan les emprunts existants en recourant à des méthodes telles que la titrisation : ce faisant, elles pourraient très tôt tirer avantage des dispositions nouvelles et plus attractives établies par Bâle II en matière de prêts hypothécaires.

Tirer le meilleur parti de la fiscalité

Autre attrait important du processus de titrisation, il permettait – aux investisseurs, suivant une politique de type « acheter pour conserver », d'une part, et aux courtiers, d'autre part – de tirer parti des opportunités offertes par différents régimes fiscaux pour ce qui est des revenus et des gains en capital. En s'assurant *via* des couvertures de défaillance (CDS) et en recourant à des structures de titrisation (SPV) *offshore*, les entreprises financières ont ainsi pu bénéficier d'avantages fiscaux auxquels les investisseurs n'avaient pas pleinement accès. En effet, dans certains régimes fiscaux, l'impôt sur les gains en capital est faible par rapport à l'impôt sur les revenus, tandis que le taux de l'impôt sur les sociétés est plus élevé. En un sens, en choisissant des titres adossés à des emprunts hypothécaires de mauvaise qualité, les pertes pouvaient être optimisées à l'avantage de tous, à condition que les prix des actifs restent forts et qu'une crise financière n'entraîne pas un tarissement des liquidités. Avec la propagation de la crise de solvabilité, les obligations des CDS sont devenues un des mécanismes-clés de la diffusion de la crise entre les banques et les compagnies d'assurance telles qu'AIG.



Source : Panorama des statistiques de l'OCDE 2010.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932341841>

Pourquoi est-ce arrivé quand c'est arrivé ?

Bon nombre des tendances décrites jusqu'ici faisaient partie de la réalité financière depuis des années. Il est donc tentant de se demander non seulement pourquoi la situation est devenue critique, mais à quel moment elle l'est devenue. Comme nous l'avons vu, les médias font souvent remonter le début de la crise aux turbulences survenues en septembre 2008. Mais les fissures du système financier étaient déjà apparentes bien plus tôt : dès le début de l'année 2007, il était évident que certains détenteurs de prêts hypothécaires à haut risque ne pourraient pas les rembourser.

Dater précisément le début de la crise est une chose, mais il est peut-être plus utile de se demander quand les facteurs qui ont mené à cette crise ont vraiment commencé à s'articuler. La réponse est 2004. Comme le montre le graphique précédent, les émissions de titres adossés à des créances hypothécaires ont alors connu ce qui n'était pas loin d'être une explosion – un processus qui, au bout du compte, a injecté au cœur du système financier une dette toxique que les banques et les gouvernements ont ensuite dû s'efforcer de nettoyer. Que s'est-il donc passé en 2004 ? Les éléments suivants ont joué un rôle-clé.

De nouvelles politiques américaines encourageant l'accès à la propriété : Adoptées en 2003 par l'administration Bush, la politique de l'American Dream est entrée en vigueur en 2004. Son but était d'aider les Américains les plus pauvres à pouvoir fournir un apport personnel pour l'achat d'un logement. Même si ces mesures reposaient sur de bonnes intentions, ses détracteurs soutiennent qu'elles ont encouragé de nombreux Américains à souscrire un emprunt, même s'il y avait peu de chance qu'ils puissent continuer à le rembourser.

La modification des règles régissant Fannie Mae et Freddie Mac : Les États-Unis disposent d'institutions financières spécialisées d'intérêt public dont le rôle est de garantir l'accès au prêt au logement, en particulier pour les familles les plus pauvres. Les deux plus connues sont Fannie Mae et Freddie Mac. Elles achètent des emprunts à des prêteurs tels que les banques, puis les titrisent, permettant ainsi aux banques d'accorder davantage de prêts hypothécaires. En 2004, le gouvernement fédéral a imposé de nouvelles contraintes à Fannie Mae et Freddie Mac, ce qui a ouvert la voie aux banques. C'était inévitable : les banques et les autres prêteurs hypothécaires perdaient des revenus s'ils ne pouvaient plus leur transférer leurs emprunts. C'est pourquoi ils ont réagi en créant des sosies de Fannie Mae et Freddie Mac à travers des véhicules de titrisation (SIV), ce qui a eu pour effet de faire passer une grande partie du portefeuille d'emprunts du fédéral vers le secteur privé.

La publication des recommandations pour l'accord Bâle II : Comme nous l'avons vu, elle a incité les banques à accélérer la titrisation des emprunts hypothécaires.

La modification des règles régissant les banques d'affaires : Enfin, toujours en 2004, la Securities and Exchange Commission (SEC), l'organisme qui réglemente les marchés financiers aux États-Unis, a modifié son mode de supervision des banques d'affaires. Les plus grandes banques d'affaires acceptaient que la SEC supervise presque toutes leurs activités, en échange de quoi elle les autorisait à réduire

considérablement leurs exigences de fonds propres, ce qui a libéré encore plus de fonds et permis de les transférer vers des secteurs tels que la titrisation d'emprunts. Désormais, pour 1 dollar d'actifs, la limite théorique de ce que ces banques pouvaient prêter n'était plus de 15 dollars, mais de 40 dollars.

Au tour du monde réel...

Ce qui avait commencé comme une crise financière s'est rapidement transformé en crise touchant l'économie réelle. À partir de la fin de l'année 2008, on a constaté une chute des échanges mondiaux, des pertes d'emplois et un effondrement des taux de croissance économique, et certains pays sont entrés en récession. Dans le prochain chapitre, nous verrons comment ce repli s'est propagé dans l'économie réelle et a affecté la vie de millions de personnes à travers le monde.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour en savoir plus sur les travaux de l'OCDE sur les marchés financiers, visitez www.oecd.org/finance.

Publications

OECD Journal: Financial Market Trends

Ce semestriel analyse l'évolution et les tendances sur les marchés nationaux et internationaux de capitaux de la zone OCDE et au-delà.

Autre lecture conseillée

« **The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues** », *OECD Journal : Financial Market Trends*, Blundell-Wignal, A., P. Atkinson et S. Hoon Lee (2009) : Cet article étudie les facteurs qui ont mené à la crise, notamment l'apparition de défaillances et de déséquilibres globaux dans la réglementation des marchés des capitaux au cours des années précédant la crise.

... AUTRES SOURCES

Fool's Gold, de Gillian Tett, du *Financial Times*, retrace l'histoire des obligations adossées à des actifs (CDO), depuis leur invention par J.P. Morgan au milieu des années 90, jusqu'à leur rôle dans le déclenchement la crise. Anthropologue de formation, Tett ne perd jamais de vue que ce sont les hommes, et non des abstractions financières, qui ont fait usage – et, en fin de compte, mauvais usage – des CDO.

How Markets Fail, de John Cassidy, du *New Yorker*, soutient que l'idéologie du libre-échange a masqué les réalités économiques ces dernières décennies, rendant possible la constitution de bulles

spéculatives non des capitaux. Selon Cassidy, cette crise n'était pas un accident, elle était inévitable.

Comprendre la crise... le très estimé blog de *Baseline Scenario* intitulé « Financial Crisis for Beginners » contient des informations originales et offre des liens vers d'autres sources utiles :

<http://baselinescenario.com/financial-crisis-for-beginners>.

Comme indiqué dans le chapitre 1, la radio publique américaine *This American Life* offre un programme de grande qualité sur les causes de la crise, en particulier l'émission n°355 intitulée « The Giant Pool of Money », diffusée initialement le 9 mai 2008 : www.thisamericanlife.org.

À propos des CDO... voir le diaporama du magazine Portfolio : www.portfolio.com/interactive-features/2007/12/cdo.

Sur la finance en général... à l'aide d'un marqueur et d'un tableau blanc, Paddy Hirsh (*Marketplace* de la NPR), explique le jargon et les dernières évolutions de la finance : http://marketplace.publicradio.org/collections/coll_display.php?coll_id=20216.

Sur la finance et l'économie... le Council of Foreign Relations, organisation américaine indépendante, offre régulièrement des synthèses de fond ; cliquer sur « Backgrounders » à l'adresse www.cfr.org.

3

Déclenchée par une crise née dans des centres financiers comme New York et Londres, la récession est rapidement devenue mondiale. L'ampleur du désastre devenant évidente, les gouvernements ont pris des mesures extraordinaires pour maintenir à flot les institutions financières et stimuler la demande économique.

Propagation, portée, réponses



En guise de préambule...

À Dublin, Kelly Lynch ne peut que constater la mort soudaine du « Tigre celtique » – cette économie florissante qui avait transformé les perspectives irlandaises. « Notre génération n'avait jamais rien connu d'autre. Nous avons entendu parler [de la récession] des années 80, mais ça tenait des histoires de fantômes qu'on chuchote au coin du feu. Maintenant, c'est de retour, et ça nous fait un choc », confie cette jeune femme de 24 ans au *Irish Times*.

Au Massachusetts, Scott Nicholson s'installe devant son portable pour passer la matinée à chercher des offres d'emploi sur Internet et envoyer son CV. Scott a 24 ans, lui aussi, et c'est un jeune diplômé. Il postule à quatre ou cinq emplois par semaine, mais il a refusé le seul qu'il a décroché jusqu'à présent de peur qu'il n'offre aucune perspective. S'il est certain que ses recherches finiront par payer, il admet qu'il ne s'attendait pas à ce que ce soit si difficile. « Je crois que je n'avais pas pleinement saisi la gravité de la situation qui prévaut depuis que je suis diplômé », déclare-t-il au *New York Times*. Sa mère non plus ne cache pas sa frustration : « Des deux côtés de la famille, personne n'a jamais eu à traverser ça. J'imagine que je suis impatiente. Il a une bonne formation, une grande conscience professionnelle, et il veut commencer à s'impliquer, mais je ne sais pas quoi faire. »

À 37 ans, Witaya Rakswong apprend à vivre avec moins. Il a été sous-chef dans un palace en Thaïlande, puis a travaillé dans un bar à Bangkok, jusqu'à ce que les clients cessent de venir. À présent, il est cuisinier dans un bar des faubourgs de la capitale thaïlandaise et touche 60 % de ce qu'il gagnait au palace. « Si vous dépensez judicieusement, vous pouvez vous en sortir », dit-il à des chercheurs de la Banque mondiale. « S'en sortir » signifie qu'il a dû réduire de 20 % la pension qu'il verse à sa mère. « Tout le monde en souffre. Même si on n'est pas licencié, on n'en est pas moins affecté par la crise, parce qu'on est contraint de travailler davantage pour le même salaire ou moins. Parfois, cela m'angoisse... »

Ces histoires ont beau être différentes et provenir de continents différents, elles ont une chose en commun : la récession. À la crise financière de 2008 a succédé un ralentissement de l'économie s'accompagnant, selon les estimations, d'une chute de 2,1 % du PIB mondial en 2009, la première contraction de l'économie mondiale depuis 1945. Mais il est plus frappant encore qu'elle ait touché tant d'économies. Si l'ampleur du ralentissement a varié selon les économies, la plupart ont essuyé des revers d'un ordre ou d'un autre.

Cette crise est réellement une crise mondiale, et c'est sans doute la première du genre.

▶ Dans ce chapitre, nous examinerons comment la récession s'est propagée dans les économies nationales, puis à l'échelle mondiale. Si elle est née dans les centres financiers des pays développés, ses effets se sont largement répandus, au point d'affecter également les pays émergents et en développement. Enfin, nous examinerons ce qu'ont fait les gouvernements pour s'attaquer à ce problème.

Comment la récession s'est-elle propagée ?

Dès 2007, bien avant l'effondrement de Lehman Brothers, l'économie mondiale donnait des signes d'essoufflement. Tout ralentissement est un sujet de préoccupation, sans nécessairement être alarmant. Les récessions n'ont rien de nouveau, même si leurs causes sont très diverses. Certaines résultent d'un choc touchant tout le système économique, comme la crise pétrolière du début des années 70. D'autres s'inscrivent dans ce qu'on appelle le « cycle conjoncturel » et peuvent constituer un ralentissement marqué mais normal d'une économie en surchauffe.

This chapter looks first at some of the routes the recession took through economies and then at its global reach. The recession may have its roots in the financial centres of developed countries, but its impact stretched far beyond to include emerging and developing countries. Finally, we'll look at how governments moved to tackle the crisis.

Qu'est-ce qu'une récession ?

Une récession est une période de ralentissement ou de contraction (parfois appelée « croissance négative ») de l'économie. En termes techniques, on définit habituellement la récession comme un ralentissement ou une contraction durant deux trimestres consécutifs, soit six mois. (Aux États-Unis, on prend également en considération un éventail plus large d'indicateurs, comme les taux de chômage.) Quand une récession devient-elle une **dépression** ? Il n'y a pas de définition technique de ce terme, mais on l'utilise généralement pour désigner une récession exceptionnellement grave et longue, comme la Grande Dépression des années 30.

Un ralentissement causé par une crise du système bancaire est une tout autre affaire, et bien plus inquiétante. « Quand Lehman s'est effondré... on a eu très peur de ce qui allait arriver, dit Sveinbjörn Blöndal, économiste à l'OCDE. Les banques jouent un rôle tellement central dans notre économie. Elles contrôlent le système des paiements. Vous n'avez qu'à imaginer ce qui se passe lorsqu'il cesse de fonctionner. »

Durant un ralentissement de ce type, le recul de la production est en général de deux à trois fois supérieur à ce qu'il est dans une phase normale de repli, tandis qu'une reprise pleine et entière peut prendre deux fois plus de temps. Il y a plusieurs raisons à cela. Par exemple, les problèmes des banques les rendent moins aptes ou moins disposées à accorder des prêts. Emprunter devient alors plus coûteux, ce qui peut amener les entreprises à différer leur expansion et les consommateurs à reporter leurs achats importants. En général, les crises bancaires sont également associées à un recul de la richesse, car la valeur des propriétés et des actions détenues par les entreprises et les consommateurs s'effondre. Selon des recherches menées aux États-Unis, le prix de l'immobilier chute en moyenne d'un peu plus de 35 % lors d'une crise financière. Dès lors, les consommateurs sont moins disposés à dépenser et moins aptes à emprunter (réhypothéquer un logement dont la valeur a chuté leur rapportera beaucoup moins). Une telle crise peut également entraîner une boucle de rétroaction négative : de mauvaises nouvelles dans le secteur financier affectent le climat de l'économie « réelle », ce qui se répercute ensuite dans les secteurs bancaire et financier.

Examinons comment cette récession s'est propagée dans l'économie mondiale, dans les pays développés, tout d'abord, puis dans les économies émergentes et en développement.

La chute du prix de l'immobilier : Dans un premier temps, la baisse du prix de l'immobilier a contribué au déclenchement de la crise financière. À mesure que cette crise raffermissait son emprise, le marché des prêts immobiliers s'est resserré : ces prêts devenant plus chers et plus difficiles à obtenir, la baisse initiale des prix s'est accentuée. Le prix de l'immobilier a continué de chuter dans de nombreux pays de l'OCDE, entraînant un recul de l'investissement dans les nouveaux projets immobiliers et donc une baisse de l'activité économique en général.

La nervosité des banques : Les banques ont cessé de s'accorder des prêts et ont par conséquent eu de plus en plus de mal à faire face aux problèmes de trésorerie à court terme ; cela a constitué un des éléments-clés aux premiers stades de la crise. Cette réticence des

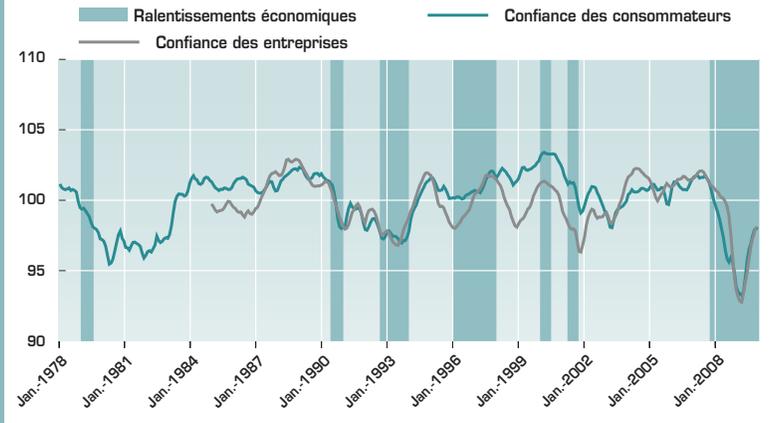
banques n'était pas vraiment surprenante : une banque possédant des actifs toxiques dans son propre bilan imagine sans mal que les autres banques puissent être dans la même situation. S'il était difficile d'emprunter pour les banques, cela l'était également pour les entreprises et les consommateurs : eux aussi ont été frappés par un « resserrement du crédit » qui a raréfié et renchéri les prêts.

La perte de confiance des consommateurs : Le ralentissement de l'immobilier a aussi affecté les consommateurs. Dans certains pays, en particulier aux États-Unis, ils ont tendance à réduire leurs dépenses quand la valeur de leur logement ou de leurs actions baisse. S'ils ont le sentiment d'être moins riches, ce qui les incite à être plus raisonnables, cela tient aussi, comme nous l'avons vu, au fait que leur capacité à utiliser leur logement comme garantie de prêt diminue.

Mais l'impact sur les consommateurs ne se résume pas à la chute du prix de l'immobilier. Effet moins tangible, mais sans doute aussi important, leur confiance est également affectée. Lorsque l'économie se détériore, les gens s'inquiètent davantage de leurs finances et réduisent leurs achats, notamment en produits coûteux comme les automobiles et les téléviseurs. À l'échelle de l'économie, de telles décisions peuvent sembler anodines ; en réalité, elles peuvent s'additionner rapidement. Si un tiers des personnes qui prévoyaient de remplacer leur voiture au cours d'une année donnée décident d'attendre une année de plus, cela signifie que les ventes d'automobiles chutent d'un tiers. La confiance des consommateurs a une incidence réelle sur la performance de l'économie ; c'est pourquoi des enquêtes spécialisées la mesurent régulièrement en demandant aux gens d'évaluer leurs propres perspectives financières et celles du pays pour les 12 prochains mois. Comme le montre le graphique, la confiance des consommateurs chute lorsque l'économie ralentit. Au cours de cette récession, la chute a été très marquée dans la zone OCDE, la confiance des consommateurs ayant même atteint un moment son niveau le plus bas depuis plus de 30 ans.

LA CONFIANCE NE RÈGNE PAS

Résultats d'enquête sur la confiance des entreprises et des consommateurs



La confiance est un moteur important de l'activité économique. Ce graphique montre que ses baisses coïncident généralement avec les ralentissements économiques – la chute est particulièrement abrupte lors de la Grande Récession.

Source : Panorama des statistiques de l'OCDE 2010.

StatLink  <http://dx.doi.org/110.1787/888932341860>

Le ralentissement des entreprises : Les entreprises ont durement ressenti le resserrement du crédit, en particulier les plus petites entreprises et les entreprises moyennes, ce qui en a amené un grand nombre à faire preuve d'une prudence accrue et à annuler ou retarder leurs investissements. Elles ont également coupé dans leurs dépenses de fonctionnement (par opposition aux dépenses en capital ou d'équipement) : certaines ont réduit les salaires (parfois en échange d'une garantie de l'emploi), d'où une diminution du pouvoir d'achat des travailleurs, et, chaque fois qu'elles le pouvaient, elles ont reporté leurs remboursements, forçant ainsi leurs fournisseurs à se retourner vers les banques pour obtenir des prêts à court terme coûteux.

La question de la confiance est également importante concernant les entreprises, et elle est suivie de près par les responsables publics, à travers des sondages tels que l'étude « tankan » de la Banque du Japon

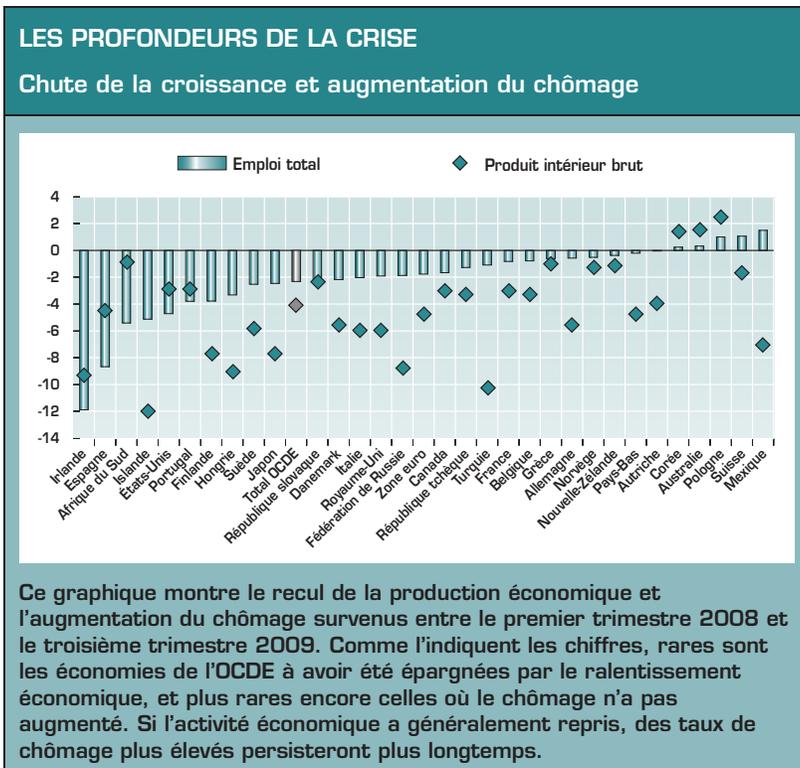
– toujours lue avec grande attention –, et par les entreprises elles-mêmes. Le cabinet d’audit PricewaterhouseCoopers publie ainsi chaque année une étude menée auprès de directeurs généraux. L’étude 2009 a été réalisée entre septembre et décembre 2008, période où l’on commençait à prendre conscience de l’ampleur de la crise financière. Entre ces deux dates, le nombre de directeurs généraux se déclarant confiants dans les perspectives à court terme de leur entreprise a chuté de 42 % à 11 %. Un directeur général déclarait même : « L’année sera un succès si je peux avoir trois bonnes nuits de sommeil. »

L’effondrement des échanges : On ne saurait trop insister sur la rapidité et l’ampleur de l’effondrement des échanges mondiaux qui a commencé fin 2008. Pour la remettre en contexte, les échanges mondiaux avaient augmenté d’un tout petit peu plus de 7 % par an en moyenne entre 1996 et 2006 et atteint 7,3 % en 2007. Puis la crise a éclaté : leur croissance est tombée à 3 % en 2008, et ils se sont contractés d’environ 12 % en 2009. En soi, cette chute brutale était le résultat de la récession en cours : la demande des consommateurs s’était effondrée, tandis que, en raison du resserrement des marchés financiers, les exportateurs avaient plus de mal à obtenir les financements nécessaires pour faire le pont entre la livraison et le paiement des marchandises. Mais en contribuant à la mondialiser et, comme nous le verrons, en l’amenant à la porte des pays émergents et en développement, cette chute a également été un moteur de la récession.

L’augmentation du chômage : Bien sûr, les effets de la récession touchent non seulement l’économie mais aussi la société. Aux États-Unis, le taux de chômage a flirté avec les 10 % en décembre 2009 (pour revenir à 9,7 % le mois suivant), soit plus de deux fois son niveau de 2007 (4,6 %). Dans la zone euro, il atteignait 10 % en décembre 2009, contre 7,5 % en 2007. Pour mettre ces chiffres en perspective, dès la mi-2009, le taux de chômage, alors de 8,3 % dans la zone OCDE, représentait 15 millions de chômeurs de plus qu’en 2007 ; fin 2009, il avait encore augmenté pour atteindre 8,8 %.

Le chômage traduit sans conteste le ralentissement de l’activité économique, mais il en constitue aussi une cause : il réduit le pouvoir d’achat et oblige les gouvernements à accroître leurs dépenses sociales. Au-delà des statistiques brutes, le chômage a un coût humain – dans les cas extrêmes, certains foyers tombent sous le seuil de pauvreté. Comme nous le verrons dans le prochain chapitre, ce sont les groupes de travailleurs les plus désavantagés – jeunes, personnes peu qualifiées, immigrants et travailleurs temporaires – qui subissent le plus gros des pertes d’emplois. En général, leur accès à l’aide

sociale est relativement limité, et ils ont souvent de grandes difficultés à retrouver un emploi, ce qui les expose à rejoindre les rangs des chômeurs de longue durée.



Source : Panorama des statistiques de l'OCDE 2010.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932341879>

Quelle a été la portée de la récession ?

S'il fallait un seul mot pour décrire la récession, ce serait « simultanée ». Pour la première fois, toutes les économies de la planète, si éloignées soient-elles des remous touchant les banques et l'immobilier des pays développés, ont été frappées de façon aiguë, soudaine et simultanée. Ce qui a différé – et grandement –, c'est la portée de la crise dans chaque pays et la rapidité à laquelle les économies se sont rétablies.

Les économies émergentes

Dans un premier temps, il a semblé que la Chine serait très durement affectée par le ralentissement. Début 2009, les autorités chinoises rapportaient que 20 millions de travailleurs migrants avaient perdu leur emploi en raison de l'effondrement de la demande de biens des consommateurs américains et européens. Cependant, un an plus tard, elles établissaient le taux de croissance du pays à plus de 8 % – une performance traduisant une situation « formidablement meilleure que ce à quoi beaucoup de prévisionnistes s'attendaient », selon un rapport de la Banque asiatique de développement (BAD).

Qu'était-il arrivé ? Il ne fait aucun doute que la crise a durement frappé la Chine : selon la BAD, ses exportations ont un moment chuté de près de 53 % par rapport à leur niveau d'avant la crise. Mais, fin 2008, Pékin a rapidement réagi, en stimulant l'économie par des dépenses publiques massives et en annonçant un programme de 4 000 milliards de yuans (plus de 580 milliards de dollars). D'autres mesures de stimulation ont suivi, sous la forme d'une forte augmentation de la masse monétaire et d'un accroissement important du crédit.

La Chine n'est pas un cas unique. D'autres économies émergentes de premier plan – comme le Brésil et, en particulier, l'Inde – ont relativement bien traversé la crise, si bien même qu'elles ont contribué à alimenter la reprise de l'économie mondiale.

« Le redressement de l'activité dans les grands pays non membres de l'OCDE, notamment ceux de la région asiatique et surtout la Chine, exerce aujourd'hui un effet d'entraînement incontestable sur la reprise, plus atone, dans la zone de l'OCDE. »

Perspectives économiques de l'OCDE, vol. 2009/2

La vigueur relative de certaines économies du « BRIC » (Brésil, Russie, Inde et Chine) a fait dire à certains commentateurs que la crise constituait un moment tournant. « Leur essor relatif semble être plus solide, malgré les points de vue mal ficelés avancés par certains il y a quelques mois et selon lesquels le « rêve » des BRIC pourrait être anéanti par la crise », déclarait à Reuters l'économiste Jim O'Neill (Goldman Sachs), célèbre pour avoir inventé le concept des BRIC. « Nous concevons maintenant que la puissance économique chinoise rivalise avec celle des États-Unis d'ici à 2027 [...] et que le PIB combiné de ces quatre pays soit potentiellement supérieur à celui du

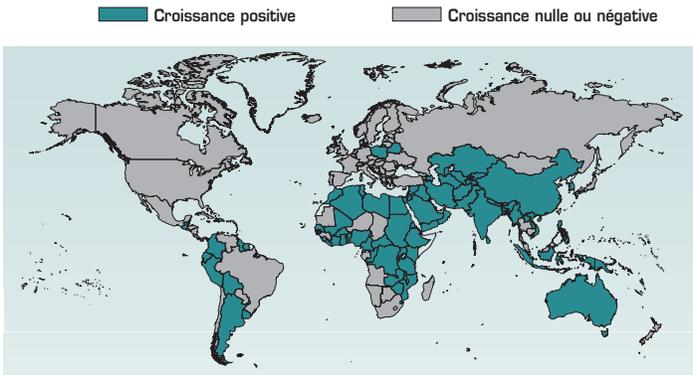
G7 d'ici 20 ans, soit environ 10 ans plus tôt que lors de notre premier examen de la question. »

Les économies en développement

Si l'on peut dire que certains BRIC ont connu une « bonne » récession, la situation est moins claire pour les économies en développement. Bien que les banques de beaucoup de ces pays n'aient été que faiblement ou aucunement exposées à la dette toxique des banques de la zone de l'OCDE, leurs économies ont néanmoins été touchées par le ralentissement, quoique à des degrés variant grandement. Par exemple, les pays en développement d'Europe et d'Asie centrale ont été frappés particulièrement durement, en partie en raison de problèmes préexistants à la crise. Selon la Banque mondiale, le PIB de cette région a chuté de plus de 6 % en 2009, et il semble voué à une reprise très atone.

DES FORTUNES DIVERSES

Évolution du PIB en 2009



Malgré le ralentissement économique mondial de 2009, de nombreuses économies en développement et en transition sont parvenues à éviter la récession.

Source: Perspectives du développement mondial 2010 : Le basculement de la richesse.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932341898>

Une grande partie de l'Afrique est parvenue à éviter de tomber en récession : selon la Banque africaine de développement (BAfD), seuls six pays africains ont connu une contraction de leur PIB en 2009. Cependant, les taux de croissance ont ralenti dans beaucoup de pays africains, hypothéquant certains progrès réalisés ces dernières années, en particulier en Afrique sub-saharienne. Selon les économistes de la BAfD, le PIB global de l'Afrique n'a probablement augmenté que de 2 % en 2009, une baisse marquée par rapport au rythme annuel de 6 % des sept ou huit années précédant la crise. La BAfD prévoit également qu'en 2009 le continent verra son PIB par habitant baisser pour la première fois en près d'une décennie.

La crise a atteint les pays en développement de plusieurs façons. Fin 2008, alors que la crise commençait à se faire sentir, les prix de la nourriture, des métaux et des minerais, notamment, ont brutalement chuté (avant de remonter en 2009). Les pays émergents et en développement ont également été touchés par le ralentissement plus général des échanges mondiaux, en particulier les importations des pays de l'OCDE, où les consommateurs se serraient la ceinture et les entreprises réduisaient leur production. Avec le gel des marchés financiers, il est également devenu de plus en plus difficile pour les importateurs et les exportateurs d'avoir accès aux diverses formes de crédit commercial – le crédit permettant aux entreprises de tenir le coup entre la livraison et le paiement des marchandises.

Les flux financiers destinés aux économies en développement ont également chuté de façon significative. La Banque mondiale estime que les investissements directs étrangers (IDE) ont atteint 385 milliards de dollars en 2009, soit seulement 30 % de ce qu'ils étaient un an plus tôt. L'aide étrangère a aussi été touchée, les gouvernements des pays développés subissant une pression croissante pour résoudre leurs propres problèmes. Quant à l'aide publique au développement (APD), même si, en dollars, elle devrait atteindre un sommet en 2010, elle restera très inférieure aux attentes des pays en développement. Selon les engagements pris en 2005 lors du sommet du G8 de Gleneagles, les pays africains auraient dû bénéficier de 25 milliards d'aide en 2010, mais ils ne recevront probablement qu'environ 12 milliards.

Enfin, la crise a eu un impact sur les transferts de fonds dont bénéficient les pays en développement, c'est-à-dire l'argent que les migrants envoient dans leur pays d'origine. Cet argent peut jouer un rôle important dans le soulagement de la pauvreté dans les pays les plus pauvres, en permettant d'améliorer l'alimentation, de construire des logements et même de lancer de petites entreprises. Lors des récessions précédentes, les transferts de fonds ont parfois

étonnamment bien résisté. Mais le ralentissement économique actuel a été d'une telle ampleur et a touché un si grand nombre d'économies que ces transferts en ont été affectés. Selon la Banque mondiale, en 2008, la valeur des transferts de fonds déclarés vers les pays en développement atteignait 388 milliards, un niveau record conforme à l'augmentation soutenue des années précédentes. Toutefois, en 2009, on estimait qu'ils avaient chuté de 6,1 %, et il semblait improbable qu'ils retrouvent leur niveau de 2008 même en 2011.

Une question de vie ou de mort

Dans les pays développés, la récession affecte la vie de nombreuses personnes touchées par le chômage et la baisse des revenus. Mais dans les pays en développement, c'est littéralement une question de vie ou de mort. Selon les estimations de la Banque mondiale, de 30 000 à 40 000 enfants de plus sont morts en Afrique sub-saharienne en 2009 en raison du ralentissement économique et de l'accroissement de la pauvreté qui en a résulté ; et, d'ici la fin de 2010, ce sont 64 millions de personnes supplémentaires, dans certains des pays les plus pauvres du monde, qui vivront sous le seuil de pauvreté absolue, à cause de facteurs tels que la chute des transferts de fonds et le chômage croissant, en particulier dans des secteurs fortement dépendants des exportations.

Les réponses politiques

La communauté internationale a reconnu l'ampleur des problèmes potentiels auxquels sont confrontés les pays en développement. Lors du sommet de Londres d'avril 2009, les leaders du G20 sont ainsi convenus de tripler les ressources dont le Fonds monétaire international dispose pour soutenir les économies en développement en difficulté. Malgré ces réponses politiques et les engagements répétés des gouvernements donateurs à respecter leurs promesses d'aide, on craint de voir l'aide officielle au développement chuter, dans la mesure où les gouvernements de pays développés cherchent à s'attaquer à leurs propres problèmes économiques et réduisent leurs dépenses. De telles réductions de l'aide pourraient porter un coup important à des pays en développement déjà durement touchés.

Par exemple, l'industrie du vêtement du Cambodge – à peu près 70 % des exportations du pays – a licencié environ un sixième de ses travailleurs au premier semestre 2009 en raison de l'effondrement de la demande aux États-Unis et de la baisse d'environ 30 % des exportations qui en a résulté. La plupart de ces personnes sont des femmes, et la perte de leur emploi peut avoir un impact important sur

leur famille. « Les conditions de vie de ma famille sont maintenant très difficiles parce qu'elle dépend de moi et de l'argent que je ramène à la maison, déclarait ainsi Sophorn, un chômeur de l'industrie textile, à un journaliste à Phnom Penh. J'ai sept personnes à charge. » Pour ces travailleurs privés d'emploi, la seule solution est souvent de se rabattre sur l'agriculture pour gagner leur vie, ce qui peut entraîner une baisse importante des revenus familiaux. Leurs enfants risquent de ne plus avoir accès à une alimentation et à une éducation décentes, ce qui non seulement met leur vie en danger à court terme, mais peut aussi avoir un impact à long terme sur leur développement individuel comme sur les progrès socio-économiques du pays.

Quelles réponses les gouvernements ont-ils apportées à la crise ?

L'ampleur de la crise financière et de la récession a suscité de promptes réponses de la part des gouvernements. Ainsi que nous l'avons vu, les gouvernements avaient d'autant plus de raisons d'être inquiets que le ralentissement découlait d'une crise bancaire. De plus, comme il touchait simultanément une grande partie de l'économie mondiale, la nécessité d'agir de concert n'en apparaissait que plus clairement. Pour conclure ce chapitre, nous examinerons succinctement les réponses apportées à la crise par les gouvernements et les banques centrales. Elles peuvent être regroupées en trois rubriques principales : le soutien aux banques et aux marchés financiers, la politique monétaire et la politique fiscale.

Le soutien aux banques

Si l'argent est le fluide vital de l'économie, comme on le dit parfois, les marchés financiers – avec tous les problèmes qu'ils ont créés – ne sont pas loin d'en être le cœur. Et si ces marchés fonctionnent mal, tous les processus essentiels aux économies modernes – emprunts, prêts, levées des fonds, par exemple – risquent de s'enrayer. De fait, c'est jusqu'à un certain point ce qui est arrivé durant la crise, avec des conséquences désastreuses pour l'économie dans son ensemble.

Les banques et les institutions financières souffraient de trois problèmes majeurs.

- **Une rupture du lien de confiance** – La confiance dans les marchés financiers a été sapée par les doutes existant sur l'ampleur des actifs toxiques dans les bilans des banques et les engagements potentiels à venir des institutions financières, ce qui a grippé les processus normaux de prêt et d'emprunt.

- **La sous-capitalisation** – Comme nous l’avons vu au chapitre précédent, avant que la crise ne frappe, les banques ont trouvé des moyens de prêter de plus en plus d’argent sans accroître leurs fonds propres en conséquence. Mais les pertes colossales dues aux emprunts hypothécaires ont creusé des trous immenses dans leurs bilans, d’où un besoin impérieux de capital, capital qui s’est révélé difficile à trouver.
- **La faiblesse des liquidités** – Pour les banques, avoir des liquidités signifie avoir suffisamment de fonds pour honorer leurs engagements, par exemple lorsque les clients veulent retirer de l’argent de leurs comptes. Dans le pire des cas, l’insuffisance de liquidités peut aboutir à une panique bancaire : la banque est incapable de rendre l’argent à ses déposants lorsqu’ils se ruent aux guichets.

Certaines banques et autres institutions financières ont encore des problèmes considérables, mais la réaction rapide des gouvernements a évité l’effondrement des marchés financiers mondiaux que certains redoutaient. Ces mesures comprenaient notamment des injections massives de capitaux dans les banques, la nationalisation de certaines d’entre elles, une meilleure assurance de leurs dépôts et des dispositions visant à garantir ou racheter leurs dettes. Le coût de ce soutien a été faramineux. Selon les estimations de l’OCDE, la valeur des engagements pris par les gouvernements atteint au total 11 400 milliards de dollars, l’équivalent des PIB du Japon, du Royaume-Uni, de l’Allemagne et de la France en 2007, ou 1 600 dollars par habitant de la planète. (Il s’agit des engagements correspondant au pire scénario, non des sommes effectivement versées aux banques.)

Dans une large mesure, l’action gouvernementale a visé à « isoler » les banques de leurs actifs douteux : tant que ces actifs restaient dans leur bilan, ils minaient en effet la confiance dans les marchés financiers. Depuis le début de la crise, un certain nombre d’approches ont été privilégiées :

- **La stratégie de cantonnement** – Cette première méthode consiste à accorder la garantie de l’État sur les mauvais actifs, lesquels sont retirés du bilan de la banque et gérés séparément, ce qui permet à la banque de reprendre ses activités normales de prêt. Les États-Unis et le Royaume-Uni y ont recouru à une échelle significative. Les actifs garantis à la Lloyds TSB et à la Banque royale d’Écosse ont un moment représenté 38 % du PIB du Royaume-Uni.
- **La création de « mauvaises banques »** – Une approche plus systématique consiste à créer une « mauvaise banque », c’est-à-dire

une entreprise centralisée de gestion d'actifs qui achète les actifs douteux aux banques afin de leur permettre de reprendre leurs activités normales de prêt. Le gouvernement irlandais a ainsi créé une mauvaise banque appelée National Asset Management Agency (NAMA) pour acheter aux banques les prêts douteux, en particulier ceux accordés à des promoteurs dont les empires s'étaient effondrés avec la chute des prix de l'immobilier. Toutefois, en raison du marasme du marché, le prix auquel la NAMA devrait acheter de tels actifs a fait l'objet d'intenses débats. Qui dit pénurie de ventes sur un marché dit en effet absence de signaux clairs sur ce que vaut la propriété.

- **Les nationalisations** – En dernier ressort, certains pays ont procédé à la nationalisation de banques, même si cela laisse les gouvernements aux prises avec les mauvais actifs.

De telles mesures ont beaucoup fait pour protéger le système bancaire, mais certains défis subsistent. Par exemple, en Europe, le poids que les obligations d'État émises par certaines économies de la zone euro représentent dans le bilan des banques suscite des préoccupations. Comme nous le verrons, les marchés nourrissent des doutes quant à la capacité de certains gouvernements à faire face à leurs obligations. Cela peut se répercuter sur les détenteurs de telles obligations, comme les banques : il est alors plus coûteux pour elles d'emprunter, et elles sont donc moins disposées à accorder des prêts.

À plus long terme, les gouvernements devront aussi trouver des moyens sûrs de revenir sur les mesures qu'ils ont adoptées, par exemple en vendant les actifs des banques qu'ils ont pris à leur compte, ce qu'il faudra faire lentement afin d'éviter d'inonder le marché. Comme nous le verrons au chapitre 6, la réglementation financière devra également être repensée en profondeur, même si les gouvernements ne s'entendent pas sur le moment où on devrait le faire. Les réglementations actuelles ont tout simplement échoué. Elles ont conduit à des pratiques dangereuses dans le secteur financier, et les ont même encouragées : manque de transparence, création de systèmes de rémunération des banques récompensant les comportements imprudents, confiance erronée accordée aux notations et à des modèles financiers trompeurs, entre autres. Surtout, le système financier global était « procyclique » : il alimentait la conjoncture, et ce, que l'économie s'essouffle ou qu'elle soit en surchauffe.

La politique monétaire

Lorsque l'économie ralentit, les banques centrales essaient généralement d'abaisser les taux d'intérêt. Si les taux sont faibles, les

entreprises et les consommateurs seront plus susceptibles d'emprunter et, par conséquent, de dépenser ou d'investir cet argent, ce qui générera de l'activité économique. À l'inverse, augmenter les taux d'intérêt accroît le coût de l'emprunt, ce qui peut aider à tempérer une économie en surchauffe.

Politique monétaire et politique fiscale

La politique fiscale et la politique monétaire sont traditionnellement les deux grands outils utilisés pour combattre le ralentissement de l'activité et même orienter l'économie lorsque tout va bien. En termes simples, la **politique fiscale** renvoie aux dépenses publiques et au recouvrement de l'impôt. Évidemment, les gouvernements agissent également sur l'économie par d'autres moyens, comme les politiques de la concurrence et de l'éducation, mais leurs effets sont à plus long terme et elles sont moins utiles pour s'attaquer immédiatement à une récession. La **politique monétaire** est habituellement définie par la banque centrale – indépendante du gouvernement dans de nombreux pays – et consiste dans une large mesure à fixer les taux d'intérêt et à contrôler les liquidités.

Les banques centrales ne fixent pas directement les taux auxquels la plupart d'entre nous empruntent aux banques. Elles déterminent en fait le taux à court terme – au jour le jour – auquel elles prêtent aux autres banques, ce qui influe sur les taux fixés par les autres institutions bancaires. Les banques centrales établissent une cible pour ce taux au jour le jour, qu'on appelle le taux d'intérêt directeur. L'acuité du ralentissement économique a conduit à des réductions sans précédent des taux directeurs dans la zone de l'OCDE : début 2010, ils se situaient entre 0 % et 0,25 % aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, contre 1 % dans la zone euro, ce qui est historiquement extrêmement faible.

Fixer les taux d'intérêt constitue une arme-clé de l'arsenal économique, mais elle a des limites évidentes : une fois qu'ils ont atteint 0 %, on ne peut plus vraiment les abaisser (même si la Suède a expérimenté les taux négatifs). C'est pourquoi certaines banques centrales utilisent d'autres moyens pour soutenir le système financier et lui donner un coup de fouet, en recourant à des mesures de politique monétaire aussi peu conventionnelles que l'injection de liquidités et l'achat d'actifs financiers. En termes simples, l'achat d'actifs financiers signifie qu'une banque centrale achète aux banques des obligations d'État, ce qui accroît les liquidités des banques et leur permet ainsi d'accorder davantage de prêts aux entreprises et aux consommateurs, stimulant ainsi l'activité économique.

Les banques centrales ayant injecté davantage de liquidités dans le système financier, certains observateurs ont mis en garde contre le risque que cela alimente l'inflation (situation où 1 dollar, 1 yen, 1 euro ou toute autre devise ne permet plus d'acheter autant qu'auparavant). Ces craintes sont probablement surestimées : le chômage élevé et ce que les économistes appellent le « faible taux d'utilisation des capacités » – travailleurs inactifs, usines fermées ou ne fonctionnant pas à pleine capacité – devraient limiter les tendances inflationnistes. À plus long terme, cependant, à mesure que les économies se rétabliront, il sera nécessaire de resserrer les politiques monétaires pour contenir l'inflation.

La politique fiscale

La dette publique (voir l'encadré) tend à augmenter lors d'une récession. Selon les prévisions, la dette publique brute dans la zone de l'OCDE augmentera d'environ 30 points de pourcentage pour dépasser 100 % du PIB en 2011. Ce phénomène a deux causes principales. Tout d'abord, en période de crise, les recettes fiscales diminuent : avec l'augmentation du chômage, moins de gens paient l'impôt sur le revenu ; et l'impôt sur les sociétés rapporte moins à cause de la chute des profits. Ensuite, l'existence d'un filet de protection sociale entraîne une augmentation automatique des dépenses publiques, telles que les allocations de chômage versées à ceux qui perdent leur emploi. Les économistes voient en ces variations des « stabilisateurs automatiques » : ces changements ralentissent l'économie lorsqu'elle est en surchauffe (en y pompant de l'argent) et la soutiennent lorsqu'elle s'essouffle (en y injectant de nouveau cet argent). En théorie, de tels stabilisateurs sont bel et bien automatiques : ils se déclenchent sans intervention publique particulière.

Dette publique et déficit public

On parle de **déficit public** (ou « déficit budgétaire ») lorsqu'un gouvernement dépense plus qu'il ne gagne pendant une année donnée. Ces déficits ont augmenté durant la crise : en 2010, ils devraient atteindre 8,25 % du PIB dans la zone OCDE, leur niveau le plus élevé depuis de nombreuses décennies. La **dette publique** représente les déficits publics accumulés au fil des années ainsi que d'autres charges extrabudgétaires (les emprunts contractés année après année). En 2011, on prévoit que la dette publique dans la zone OCDE dépassera le PIB total, soit une augmentation de plus de 30 points de pourcentage par rapport à la situation d'avant la crise. Autrement dit, les dettes de ces gouvernements seront plus importantes que la production totale annuelle de leur pays.

Toutefois, durant une récession, les gouvernements peuvent également décider de prendre des mesures spéciales – ou « discrétionnaires » –, ce qu’ont fait quasiment tous les pays de l’OCDE, même si l’importance et la portée de ces mesures ont beaucoup varié. Aux États-Unis, par exemple, le train de mesures budgétaires équivalait à 5,5 % du PIB de 2008, tandis qu’il atteignait au moins 4 % en Australie, au Canada, en Corée et en Nouvelle-Zélande. À l’inverse, dans quelques pays (en particulier en Hongrie, en Islande et en Irlande), le mauvais état des finances publiques a contraint le gouvernement à resserrer la politique budgétaire, notamment en réduisant les dépenses publiques et en augmentant les impôts.

Qu’ont fait les gouvernements ? La réduction des impôts a constitué une part importante de l’équation, en particulier la baisse de l’impôt sur le revenu. La raison est simple : on peut modifier les codes des impôts et appliquer ces changements pratiquement du jour au lendemain, alors qu’il faut du temps pour concevoir et mettre en œuvre des dépenses d’infrastructures telles que la construction de nouvelles routes (il est très long d’établir les plans, de les faire approuver et de passer les contrats de travaux publics). Cela étant, les investissements publics ont également augmenté : les gouvernements ont davantage investi dans l’éducation et les infrastructures, notamment, et apporté un soutien spécial à des industries comme l’automobile. Ils ont également cherché à stimuler la consommation grâce à des programmes tels que la « prime à la casse » – « *cash for clunkers* » aux États-Unis (« de l’argent comptant pour des tacots ») –, qui permet aux automobilistes d’obtenir en moyenne 1 500 à 2 000 dollars pour la reprise de leur ancien véhicule.

L’effet multiplicateur

À cause de ce qu’on appelle l’« effet multiplicateur », ces trains de mesures peuvent avoir un impact plus important que ne le suggèrent les chiffres qui font la une des journaux. En quoi ce phénomène consiste-t-il ? En termes simples, chaque dollar dépensé par les gouvernements peut avoir un impact économique total dépassant 1 dollar. Par exemple, si le gouvernement injecte davantage d’argent dans les soins de santé, cela peut accroître les revenus des médecins, des infirmières et des fournisseurs de soins, revenus supplémentaires qu’ils peuvent dépenser pour améliorer leur logement, d’où des revenus supplémentaires pour les entrepreneurs, et ainsi de suite (sans compter les bénéfices sociaux de ces dépenses en soins de santé). Si un tel processus peut en théorie se poursuivre à l’infini, ce n’est pas le cas dans la pratique. Une partie de l’argent sera en effet

consacrée à l'achat de biens importés, ce dont profiteront les économies concernées. De plus, l'augmentation des dépenses publiques peut inciter les gens à épargner davantage et à dépenser moins en prévision des hausses d'impôt qui serviront à l'avenir à payer toutes ces dépenses.

Il est difficile de mesurer l'effet multiplicateur même dans les circonstances les plus favorables, et plus encore en période de récession. Ainsi, parce qu'ils sont plus sensibles à l'incertitude économique, les gens peuvent épargner plus qu'ils ne le feraient en temps normal, d'où un impact moindre. Les avantages que procurent l'effet multiplicateur des dépenses et les mesures touchant les revenus peuvent également varier : par exemple, un gouvernement peut être en mesure de cibler efficacement les investissements dans les infrastructures et de maximiser ainsi les bénéfices de l'effet multiplicateur ; à l'inverse, ces bénéfices peuvent être moindres si le gouvernement baisse l'impôt sur le revenu, pour la simple raison que cela entraînera une hausse de l'épargne. Enfin, l'ampleur de l'effet peut dépendre de la taille et de la nature de l'économie : dans une petite économie ouverte, les revenus supplémentaires découlant de l'effet multiplicateur sont susceptibles de sortir du pays à travers l'achat de biens importés, ce qui réduit son impact.

Le prix à payer...

À la fin de l'année 2009, pratiquement tous les pays de l'OCDE étaient sortis de la récession, mais la reprise y était modeste et on n'escomptait pas de croissance soutenue dans un avenir proche. Et malgré le retour à des taux de croissance plus élevés, le chômage restait important.

Dans un tel climat d'incertitude, la mise en œuvre des « stratégies de sortie de crise » – à quel rythme supprimer les mesures de soutien extraordinaires accordées aux banques et à l'économie en général – a constitué un grand défi pour les gouvernements. D'une part, ils voulaient s'assurer de ne pas précipiter les choses, de peur d'étouffer une reprise chancelante ; d'autre part, ils savaient que les déficits ne pouvaient pas continuer à augmenter indéfiniment. À la suite de la crise, dans certaines économies, en particulier des économies périphériques de la zone euro telles que la Grèce, les inquiétudes concernant les déficits croissants sont devenues aiguës. Il est devenu de plus en plus coûteux pour elles d'emprunter sur les marchés internationaux, et elles ont dû prendre des mesures rigoureuses pour maîtriser leurs finances publiques.

Elles n'étaient pas les seules, même si elles rencontraient des problèmes plus graves que les autres. Comme nous le verrons au chapitre 7, les gouvernements de nombreux pays de l'OCDE auront tôt ou tard à prendre des décisions difficiles pour réduire leur déficit public, probablement à travers une baisse de dépenses combinée à une augmentation des impôts. En d'autres termes, ils devront payer le prix de cette récession pendant des années encore. Avant d'aborder ces points, nous verrons dans le prochain chapitre qu'un nombre croissant de personnes paie déjà le prix de la récession au travers du chômage.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur l'**analyse économique**, visitez www.oecd.org/economics.

Pour découvrir les **données économiques** les plus récentes de l'OCDE, visitez www.oecd.org/std/mei ou tapez « OECD key tables » dans un moteur de recherche. Pour accéder aux **indicateurs avancés** les plus à jour de l'OCDE, conçus pour avertir de l'imminence d'un point de retournement, visitez www.oecd.org/std/cli.

Pour les derniers développements concernant la **récession** et la **reprise**, visitez www.oecd.org/reponsecrise.

Pour consulter les analyses et les perspectives du Centre de développement de l'OCDE sur la situation des économies africaines, visitez www.africaneconomicoutlook.org.

Publications

Perspectives économiques de l'OCDE : Deux fois par an, ce livre analyse les tendances majeures et les principaux facteurs qui déterminent les perspectives économiques à court terme. Pour chaque pays membre et d'autres économies importantes sont détaillées les politiques économiques les mieux à même de favoriser la croissance économique et la stabilité des prix.

Objectif croissance : Cette publication annuelle fait le point sur l'évolution des politiques structurelles dans les pays de l'OCDE. Elle s'appuie sur un large éventail d'indicateurs des politiques et de la performance structurelles afin de suggérer pour chaque pays des réformes visant à améliorer la

productivité du travail et l'utilisation des ressources en main-d'œuvre.

Études économiques de l'OCDE : Une Étude économique paraît tous les 18 mois à deux ans pour chaque pays membre. D'autres études paraissent également régulièrement pour des pays tels que le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie. Pour en savoir plus, visitez www.oecd.org/eco/surveys.

... AUTRES SOURCES

Banque mondiale et FMI : La Banque mondiale et le Fonds monétaire international consacrent tous deux des sections de leur site à la question de la récession et de la reprise ; visitez www.worldbank.org/financialcrisis et www.imf.org/external/np/exr/key/finstab.htm.

Banques régionales de développement : La Banque asiatique de développement dresse le tableau le plus à jour des économies asiatiques dans l'*Asian Development Outlook* (www.adb.org/Documents/Books/ADO) ; pour les pays d'Amérique latine, visitez le site de la Banque interaméricaine de développement (www.iadb.org) ; pour les pays africains, visitez le site de la Banque africaine de développement (www.afdb.org) ; pour l'Europe centrale et l'Asie centrale, visitez le site de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (www.ebrd.org).

Organisations de recherche économique au niveau national : De nombreux pays mènent des recherches sur le fonctionnement des économies nationales et les interactions entre l'économie et le social. Pour une liste de ces organismes, visitez www.oecd.org/economics, puis cliquez sur le lien « NERO Homepage ».

4

Lorsque la crise a éclaté, les pays de l'OCDE connaissaient leur niveau d'emploi le plus élevé depuis 1980. Mais les premières victimes du chômage ont été les mêmes que lors des décennies passées, notamment les jeunes et les travailleurs temporaires. La reprise de l'emploi étant plus longue que celle de la production, les gouvernements ont un rôle à jouer pour aider les personnes les plus affectées.

Les impacts sur l'emploi



En guise de préambule...

Devoir quitter son emploi est une expérience désagréable. Les employeurs privilégient souvent des euphémismes tels que « Je vais devoir vous laisser partir », comme s'il s'agissait d'une forme de libération ou d'un souhait du travailleur. Thomas Carlyle, qui le premier qualifia l'économie de « triste science », était bien plus proche de la réalité lorsqu'il écrivait en 1840 : « Un homme désireux de travailler, et qui ne trouve pas de travail, voilà sans doute la chose la plus triste que donne à voir sous le soleil l'inégalité de la fortune. »

Les recherches modernes vont dans le même sens. Se retrouver au chômage nuit bien plus à la santé mentale que perdre son partenaire ou être impliqué dans un accident. Une longue période de chômage entraîne également des coûts sociaux, à l'échelle des individus, des familles ou de communautés entières.

 Lutter contre le chômage et ses conséquences doit être une composante majeure de la réponse que les gouvernements apportent à la crise. Dans ce chapitre, nous verrons quels sont les travailleurs et les secteurs les plus affectés par la crise, puis nous examinerons comment les politiques peuvent les aider à s'en sortir.

Quels sont les emplois touchés ?

À la plupart des égards, la crise actuelle ressemble aux précédentes en ce qu'elle affecte différents secteurs de l'économie et différentes catégories de travailleurs, même si la rapidité et l'ampleur des changements diffèrent. En règle générale, le bâtiment est le premier secteur touché par la crise : selon les données rétrospectives, la sensibilité de la demande de main-d'œuvre aux fluctuations du cycle conjoncturel y est de 70 % supérieure à la moyenne pour tous les secteurs. Même si la crise actuelle avait seulement touché le marché des prêts hypothécaires à risque – où elle a commencé –, les ouvriers et les entreprises du bâtiment américains auraient souffert de la chute de la demande due à l'effondrement des financements de nouveaux projets. Ailleurs dans le monde, l'éclatement de la bulle immobilière a eu des effets immédiats et dramatiques. L'Irlande et l'Espagne ont été très durement touchées : l'emploi dans le secteur du bâtiment y a chuté de 37 % et 25 %, respectivement, au cours des 12 mois se terminant au deuxième trimestre 2009.

Historiquement, le secteur le plus durement touché est ensuite celui des biens durables. Quoique moins volatil que le bâtiment, il est néanmoins 40 % plus sensible au cycle conjoncturel que la moyenne. Les difficultés du secteur automobile montrent comment la crise financière s'est rapidement propagée à l'« économie réelle ». Par nature globalisée, la fabrication des biens durables a été frappée de plein fouet par la chute sans précédent des échanges mondiaux (plus de 10 % en 2009), ce qui grandement aggravé la situation de l'emploi, au point qu'elle a perdu plus d'emplois que les secteurs du bâtiment de nombreux pays de l'OCDE.

On associe souvent l'industrie automobile aux pays où sont établis les grands constructeurs, et la plupart des emplois perdus l'ont été dans ces pays. Cependant, l'exemple de la Nouvelle-Zélande, un pays plus petit dépourvu de constructeur national, illustre concrètement de nombreux points abordés dans ce livre, notamment l'importance des liens commerciaux. Ainsi, au cours des six mois se terminant en avril 2009, le secteur automobile néo-zélandais a perdu 5 000 emplois, soit un dixième des emplois liés à l'importation et à la vente d'automobiles. Et, comme le souligne le National Business Review, au-delà des concessionnaires et des sociétés de financement, évidemment concernés, un large éventail d'autres emplois dépendaient aussi de ces importations, comme ceux des cafétérias des ports.

Fait surprenant si l'on considère les origines de la crise, l'impact sur l'emploi dans les services financiers des États-Unis n'a pas été aussi grave qu'on aurait pu s'y attendre, malgré les pertes d'emplois spectaculaires de certaines banques et autres institutions financières. Ce sont 6,9 % des emplois qui ont disparu dans les services financiers, contre 5 % pour l'économie dans son ensemble. Si les services financiers et autres services aux entreprises ressentent l'impact de la récession qui frappe leurs clients, l'emploi a bien mieux résisté dans les services (-2,9 %) que dans le secteur manufacturier (-17 %). Néanmoins, le secteur des services emploie bien plus de gens et représente près de la moitié (46 %) de toutes les pertes d'emplois.

Certains secteurs sont relativement insensibles aux effets conjoncturels, ce qui tient en partie à leur nature. L'agriculture est le secteur le moins affecté parce qu'il est impossible d'interrompre le plus gros de la production en attendant que les choses s'améliorent ; en outre, l'emploi agricole est faible dans la plupart des pays de l'OCDE. Il continue à y avoir une demande pour des commodités telles que l'eau et l'électricité, même si, comme pour l'agriculture, la mauvaise conjoncture économique peut réduire la demande de certains consommateurs.

Quels sont les travailleurs les plus affectés ?

Si la crise ne touche pas tous les secteurs de la même façon, ses impacts diffèrent également selon l'âge, le sexe, le niveau d'études et le type de contrat. Là encore, les licenciements suivent des tendances déjà observées par le passé et correspondent à ce qu'on pouvait attendre, du moins dans la plupart des cas.

L'embauche et le licenciement ont un coût pour les employeurs – les coûts de remplacement du personnel –, un facteur important à prendre en considération. Ces coûts sont plus faibles pour les jeunes, en raison de leur expérience limitée et des règles d'ancienneté. Au cours des 15 dernières années environ, dans les pays de l'OCDE, leur taux de chômage a été plus de deux fois et demie supérieur à celui des 25-54 ans (les « travailleurs d'âge très actif ») ; leur sensibilité au cycle conjoncturel est deux fois plus élevée que celle des 25-54 ans et se situe 70 % à 80 % au-dessus de la moyenne nationale. Pour ce qui est des travailleurs âgés, leur sensibilité au cycle conjoncturel est d'environ 20 % supérieure à celle des 25-54 ans, sans toutefois dépasser la moyenne. Nous examinerons plus en détail ci-dessous l'impact de la crise sur l'emploi des jeunes.

Les travailleurs temporaires sont également plus susceptibles de perdre leur emploi que les salariés permanents. En Espagne, ils représentent 85 % des pertes d'emplois dues au ralentissement économique actuel. En Italie, les pertes nettes d'emplois (qui ne tiennent pas compte des travailleurs indépendants, eux aussi affectés) s'expliquent par la chute du nombre d'emplois temporaires – en matière d'embauche et de licenciement, les chiffres sont en effet à peu près inchangés pour les emplois permanents.

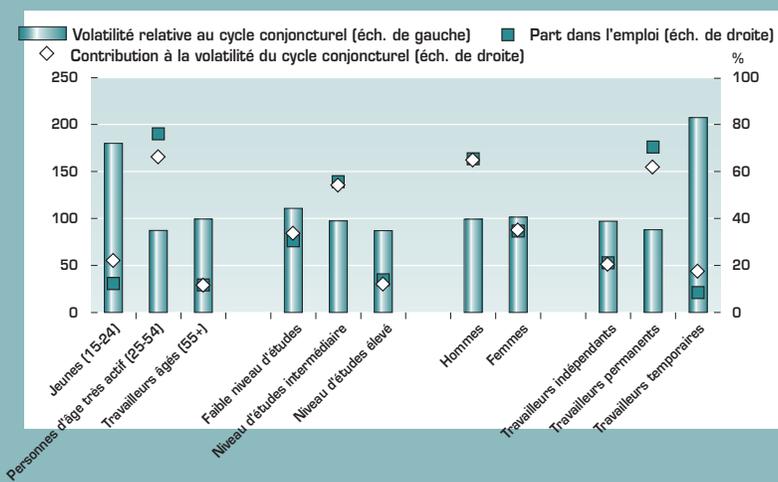
En général, les risques de chômage sont moindres pour les travailleurs qui ont un niveau d'études élevé : non seulement ils peuvent trouver des postes moins qualifiés, mais les entreprises attendent davantage avant de les licencier, car il est plus difficile de les remplacer lorsque l'activité reprend.

L'examen des données passées et présentes des ralentissements conjoncturels réserve cependant quelques surprises. Tout d'abord, lors des récessions passées, le sexe n'affectait pas les risques de perdre son emploi. Mais cela tient peut-être au fait que les hommes sont surreprésentés dans les professions durement touchées, comme le bâtiment. Lorsque les comparaisons portent sur les mêmes emplois, la sensibilité relative de l'emploi féminin au cycle conjoncturel s'accroît sensiblement.

Cela étant, la crise actuelle a frappé plus durement les hommes que les femmes. Dans les pays européens de l'OCDE, au cours des 12 mois se terminant au deuxième trimestre 2009, l'emploi a chuté en moyenne de 2,9 % chez les hommes, contre seulement 0,3 % chez les femmes. Si le plus gros des pertes d'emplois concerne les hommes, c'est parce qu'elles se concentrent dans des proportions inhabituelles dans le bâtiment et le secteur manufacturier, en raison de l'éclatement de la bulle immobilière et de la chute sans précédent des échanges internationaux.

SENSIBILITÉ AU CYCLE CONJONCTUREL POUR DIFFÉRENTS GROUPES DE TRAVAILLEURS

Moyenne nationale = 100



Ce sont l'âge et le type de contrat qui influent le plus sur la probabilité d'être affecté par une récession. Les plus vulnérables sont les jeunes et les travailleurs temporaires ; les jeunes travailleurs temporaires sont donc doublement vulnérables.

Source: Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2009.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932341917>

Les jeunes sont-ils une génération sacrifiée ?

Avant la crise, le taux de chômage des jeunes avait légèrement diminué, passant de 15 % au milieu des années 90 à 13 % au milieu des années 2000, même si, comme nous l'avons indiqué, leur risque d'être au chômage était deux fois et demie supérieur à celui des 25-54 ans.

Les différences étaient également très marquées selon les pays. En Allemagne, le ratio du chômage des jeunes par rapport à celui des adultes était de 1,5, en grande partie grâce à un système d'apprentissage qui facilite la transition de l'école à l'emploi pour la plupart des jeunes. Ce ratio avoisinait 3 dans certains pays d'Europe méridionale et continentale, où environ un jeune sur cinq était au chômage, et il dépassait 4 en Suède, où la règle du « dernier entré, premier sorti » est strictement appliquée dans les licenciements. Parmi tous les facteurs permettant d'expliquer la plus grande sensibilité des jeunes actifs à la conjoncture, le principal est leur surreprésentation dans les emplois temporaires et certains secteurs sensibles au cycle conjoncturel.

Faire face à la perte d'un emploi en période de récession et à la période de chômage qui s'ensuit généralement est difficile pour tout le monde. Mais pour les jeunes défavorisés qui n'ont pas acquis les savoirs de base, ne pas arriver à trouver ou à garder un premier emploi peut avoir des conséquences à long terme que certains experts qualifient de « stigmates ». Cela signifie que la simple expérience du chômage accroît les risques de chômage dans le futur ou réduit les gains à venir, principalement à cause de la détérioration des compétences et du manque d'expérience professionnelle, ou parce que les employeurs potentiels pensent que le jeune concerné était au chômage en raison d'une productivité inférieure à celle des autres candidats. Les effets sont plus marqués sur les revenus que sur les perspectives d'emploi, en particulier lorsque la période de chômage suit immédiatement l'obtention d'un diplôme de l'enseignement supérieur.

Au-delà de ces effets sur les revenus et l'employabilité, les périodes de chômage dans la jeunesse laissent souvent des cicatrices indélébiles en raison de leurs impacts néfastes, plusieurs années après, sur différents aspects de la vie des individus – bonheur, satisfaction au travail et santé, notamment. De plus, les périodes de chômage sont en général particulièrement destructrices pour l'individu – et pour la société – lorsque ce sont les jeunes les plus désavantagés qui perdent leur emploi.

Adopter une approche fondée sur des « engagements réciproques » est parfois efficace pour les jeunes défavorisés. En échange d'un soutien au revenu, ils s'engagent à participer à des programmes de formation, de recherche d'emploi et de placement.

Cela dit, mettre en œuvre une politique du marché du travail visant l'acquisition de compétences dans un premier temps, puis le travail, comporte des difficultés que les gouvernements ne devraient pas sous-estimer. Les programmes de formation pour les jeunes défavorisés ont fait l'objet d'évaluations au niveau international, et les résultats sont peu encourageants. En outre, quand les niveaux de chômage augmentent soudainement, il peut s'avérer difficile de mettre en place des programmes de formation en nombre et de qualité suffisants.

L'expérience du Japon au cours de ce qu'on a appelé la « décennie perdue » des années 90 illustre bien les effets durables pour la génération de jeunes entrés sur le marché du travail pendant la crise. Non seulement le chômage les a frappés de façon disproportionnée pendant cette décennie, mais beaucoup d'entre eux ont dû accepter des emplois non réguliers (temporaires et à temps partiel) même après la reprise du début des années 2000. En effet, de nombreux employeurs préféreraient embaucher des jeunes fraîchement diplômés pour les postes offrant des perspectives de carrière ; les jeunes qui avaient été victimes de la crise se trouvaient ainsi pris au piège du chômage de longue durée ou subissaient des périodes répétées d'inactivité.

Les programmes de transition de l'école à l'emploi pourraient aider la génération actuelle de jeunes qui quittent l'école à prendre un bon départ. Par exemple, le Royaume-Uni a mis en place des mesures destinées à « ne pas sacrifier une génération de jeunes, ni permettre que leurs talents ne soient gaspillés » parce qu'ils perdent tout contact avec le marché du travail. Toutefois, les jeunes qui n'ont pas réussi à trouver un emploi peuvent être découragés et nourrir des doutes à propos de telles initiatives : les programmes ne devraient donc pas se contenter d'offrir un service, mais aller à la rencontre des jeunes qu'ils sont censés aider.

Cela peut notamment signifier intervenir dès que possible, pendant que les jeunes défavorisés sont encore scolarisés, pour s'assurer qu'ils bénéficient d'un soutien dans la transition de l'école à l'emploi. Les chances de succès sont plus importantes que si l'on essaie de persuader les personnes qui ont eu un parcours scolaire difficile de retourner sur les bancs de l'école pour mettre à jour leur formation et leurs compétences.

L'apprentissage pourrait également être utile. Cependant, quand l'économie ralentit, les employeurs sont plus réticents à offrir des places d'apprentissage, et certains apprentis perdent leur emploi sans avoir terminé leur formation. Les gouvernements devraient offrir des subventions pour promouvoir l'apprentissage pour les jeunes non qualifiés et mettre en place des mesures pour aider les apprentis qui ont perdu leur emploi à terminer leur formation, comme l'ont fait la France et l'Australie.

Les jeunes sont également exposés au risque de la pauvreté. Une grande partie des emplois auxquels ils accèdent ne donnent pas droit aux allocations de chômage et sont les premiers à disparaître en période de récession (notamment les emplois temporaires, saisonniers et en intérim). Plus de la moitié des pays de l'OCDE ont déjà pris des mesures pour augmenter le revenu des personnes qui perdent leur emploi en accordant des allocations de chômage plus généreuses ou en étendant la couverture. Cela peut passer par la prise en compte des périodes de stage professionnel dans le nombre de mois requis pour bénéficier de ces allocations.

De façon plus générale, le ralentissement actuel peut aussi être l'occasion de revoir certains facteurs qui tendent à pénaliser les jeunes même lorsque les choses vont bien. De nombreux employeurs ont des réticences à employer des jeunes peu qualifiés, car ils leur coûtent aussi cher que les travailleurs plus expérimentés. Près de la moitié des pays de l'OCDE dotés d'un salaire minimum légal (10 sur 21) ont un salaire minimum plus faible en dessous d'un certain âge pour faciliter l'accès des jeunes peu qualifiés à l'emploi. D'autres ont réduit considérablement les cotisations sociales versées par les employeurs pour les travailleurs à faible salaire. Une autre solution serait de favoriser les contrats d'apprentissage pour les jeunes peu qualifiés, le salaire d'apprenti étant inférieur au salaire minimum en raison de l'engagement de formation que cela implique pour l'employeur.

Les migrants sont particulièrement vulnérables

Dans la plupart des pays de l'OCDE, à l'exception notable des États-Unis, les migrants étaient déjà plus vulnérables au chômage que le reste de la population avant la récession. En 2006, leur taux de chômage était deux fois plus élevé que celui des autochtones en Suisse, aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche et dans la plupart des pays nordiques.

En période de crise, les migrants sont particulièrement vulnérables pour trois raisons. Tout d'abord, ils travaillent souvent dans les industries les plus affectées par les ralentissements économiques (et la reprise de l'activité), comme le bâtiment. Ensuite, les coûts de remplacement du personnel sont souvent considérablement moins élevés pour les travailleurs nés à l'étranger, car ils sont plus susceptibles d'avoir des contrats temporaires et une ancienneté moindre. Enfin, ils peuvent être victimes de discriminations : lorsque la population s'inquiète de son avenir et de ses moyens d'existence, le ressentiment latent à l'égard des étrangers se traduit par des appels visant à les « empêcher de voler nos emplois ».

Une quatrième caractéristique joue un rôle plus ambigu. Dans de nombreux pays européens et, dans une certaine mesure, aux États-Unis, les immigrants sont plus susceptibles d'être travailleurs indépendants. Cela peut résulter de leur intégration dans leur pays d'accueil, de leur talent d'entrepreneur et de leur désir d'indépendance, mais aussi constituer une solution de dernier recours face à la difficulté de trouver un emploi salarié. En temps de crise, leurs entreprises peuvent être davantage exposées à la faillite : elles sont en général plus petites ; elles sont souvent dans les secteurs les premiers touchés ; et lorsqu'elles s'adressent à des communautés d'immigrants, leurs clients sont davantage exposés au chômage, ce dont elles peuvent subir les répercussions.

Il peut s'écouler un certain temps avant qu'il y ait des effets perceptibles sur les tendances des migrations de travail, mais on note déjà un recul de ces migrations dans certains pays, en particulier les premiers touchés par la crise, comme l'Irlande et le Royaume-Uni. Aux États-Unis, le nombre de visas H-1B accordés (l'un des principaux visas de travail temporaires) a chuté de 16 % entre 2007 et 2008.

Remarque importante, toutes les formes d'immigration – et tous les pays – ne seront pas affectés de la même manière par la crise. Seule une partie de l'immigration est « discrétionnaire », autrement dit peut être interrompue à volonté par les gouvernements. Des accords internationaux les obligent en effet à autoriser certaines formes d'immigration, par exemple la liberté de circulation des travailleurs au sein de l'UE et le groupement familial.

En 2006, l'immigration discrétionnaire de travail représentait moins de 20 % des flux migratoires totaux dans la plupart des pays de l'OCDE, et elle n'excédait pas le tiers des flux totaux dans les pays où elle était la plus élevée. Les migrations familiales constituent une part importante de l'immigration dans la zone de l'OCDE ; or, lors des ralentissements économiques, elles ont moins tendance à chuter que les migrations de travail.

La réduction des possibilités d'emploi peut décourager certains migrants potentiels, et les gouvernements durcissent également les conditions d'entrée. Certains pays ont ainsi réduit le nombre de permis accordés aux migrants temporaires de travail. En Espagne, le nombre maximum de travailleurs non saisonniers recrutés anonymement à l'étranger (*contingente*) est passé de 15 731 en 2008 à 901 en 2009. L'Italie a également réduit son contingent d'entrées de travailleurs non saisonniers de 150 000 en 2008 à zéro en 2009 (mais le contingent de travailleurs saisonniers est demeuré inchangé). Quant au Royaume-Uni, il a annoncé une réduction de 5 % du nombre de migrants qualifiés qu'il autoriserait à entrer dans le pays.

Toutefois, les pays qui encouragent traditionnellement l'immigration permanente, comme le Canada et la Nouvelle-Zélande, n'ont pas modifié leurs chiffres-cibles pour les nouveaux immigrants. Seule l'Australie a réduit son contingent d'immigrants qualifiés permanents, de 20 %, en 2009.

D'autres changements consistent à réduire les listes des professions en pénurie de main-d'œuvre, listes utilisées par certains pays pour sélectionner les immigrants. Des signes laissent également penser que certains pays renforcent leur test du marché du travail, un test largement utilisé dans la zone de l'OCDE pour s'assurer qu'aucun travailleur local ne peut occuper un poste.

La raison d'être de telles mesures est évidente. Lorsque le chômage augmente, il est souvent tentant d'essayer de réduire la taille de la population active. Pendant les récessions des années 70, de nombreux pays européens ont ainsi fermé leurs portes aux « travailleurs invités » qu'ils étaient allés chercher à l'étranger pour reconstruire leurs économies détruites après la Seconde Guerre mondiale. L'augmentation du chômage nourrit également le ressentiment à l'égard des immigrants, et il se peut que les gouvernements aient à faire face à des appels visant à réserver l'emploi aux ressortissants nationaux.

Indépendamment de la conjoncture, l'immigration de travail constitue à long terme un besoin pour de nombreux pays. L'âge moyen augmente dans les pays de l'OCDE, parfois assez rapidement, ce qui signifie qu'un nombre croissant de retraités dépendra d'actifs de moins en moins nombreux dans les années à venir. L'immigration aidera à combler ce manque, en partie ou en totalité.

En outre, les immigrants sont des employés-clés dans certains secteurs tels que les soins de santé. Il est irréaliste de croire qu'on peut les remplacer facilement en recyclant les travailleurs qui ont perdu leur emploi dans d'autres domaines d'activité. Pour de nombreux gouvernements, le défi consistera donc à concevoir des politiques permettant de réduire les flux migratoires à court terme, tout en tenant compte des besoins à long terme.

Certains pays s'en sortent-ils mieux ?

Le ralentissement a frappé les États-Unis plus tôt que la plupart des autres pays. Depuis le début de la récession, en décembre 2007, le nombre de chômeurs y a augmenté de 7,9 millions et le taux de chômage a doublé, passant de 5 % à un sommet de 10,1 % en octobre 2009. Cependant, si le chômage a légèrement reculé entre octobre 2009 et mai 2010, ce qui suggère une stabilisation de la situation du marché du travail, le retour des chômeurs à l'emploi a peu progressé.

Dans la zone euro, le chômage est passé de 7,3 % en décembre 2007 à 10,1 % en avril 2010. En Irlande et en Espagne, l'augmentation du chômage a été considérablement plus forte, la chute marquée de la construction de logements entraînant d'importantes pertes d'emplois dans les diverses professions du secteur. Le taux de chômage est passé de 4,8 % à 13,2 % en Irlande, et de 8,8 % à 19,7 % en Espagne. En revanche, le chômage a beaucoup moins augmenté dans d'autres pays de l'OCDE, européens ou non. Par exemple, en Allemagne, le taux de chômage était un peu moins élevé en avril 2010 qu'en décembre 2007 (même s'il a légèrement augmenté au cours de l'année se terminant en octobre 2009, à la suite de la chute importante des exportations allemandes), et il était passé de 3,7 % à 5,1 % au Japon.

L'ampleur de l'augmentation du chômage varie selon les pays, et certaines de ces différences s'expliquent facilement par le degré de gravité de la récession qui les touche. Toutefois, il est surprenant que le chômage n'ait pas beaucoup augmenté dans plusieurs pays dont le PIB a été affecté de façon relativement importante, comme l'Allemagne.

Nous avons déjà évoqué la vulnérabilité des travailleurs temporaires. Dans les pays en développement, la situation est encore aggravée par le fait que de nombreuses personnes n'ont aucun contrat de travail, hormis un accord verbal. Dans certains d'entre eux, le travail informel concerne jusqu'à 60 % de la main-d'œuvre. En Inde, par exemple, le taux de chômage officiel était de 4,7 % en 2005, mais le travail informel représentait 83 % de l'emploi non agricole, autant de personnes travaillant sans protection de l'emploi, sans assurance chômage et sans droits à la retraite. En raison des pertes d'emplois dans le secteur formel, la crise est susceptible de faire monter en flèche le travail informel, d'où une dégradation des conditions de travail des plus pauvres et une diminution de leurs revenus.

Les économies de l'OCDE étaient-elles mieux préparées ?

Au moment où la crise a éclaté, la zone de l'OCDE connaissait son taux de chômage le plus faible et son taux d'activité de la population d'âge actif le plus élevé depuis 1980. Cela s'explique notamment par plus d'une décennie de réformes « structurelles » du marché du travail. Ces réformes, comportant des mesures visant à dissuader les chômeurs de rester sans emploi, les encouragent à chercher du travail, par exemple en conditionnant le versement d'allocations à la recherche active d'un emploi et en réduisant la protection de l'emploi pour faciliter l'embauche et le licenciement par les employeurs.

Ces réformes structurelles ont certainement contribué à améliorer la situation sur le long terme. Cependant, en période de crise, il peut y avoir des arbitrages à faire entre les politiques les mieux à même de protéger les emplois et les revenus à court terme, d'une part, et les politiques conçues pour abréger le ralentissement, d'autre part.

Par exemple, renforcer la protection de l'emploi peut réduire l'augmentation immédiate du chômage ; mais, si cela incite les employeurs à la prudence en matière d'embauche, le chômage supplémentaire qui résulte néanmoins de la crise pourrait devenir plus durable. Les réformes structurelles passées favoriseront probablement le redressement plus rapide des économies, tout en prévenant la persistance d'un chômage élevé. Toutefois, il est tout aussi probable que certaines de ces réformes aient pu aggraver le nombre de pertes d'emplois au cours de la récession.

Quelle est la capacité des travailleurs à faire face à une période de chômage ? Les changements analysés plus haut laissent entrevoir un tableau nuancé, selon le degré auquel ils sont affectés par les tendances économiques et sociales. En raison de la croissance de l'emploi survenue avant la crise, les deux tiers des ménages des pays

de l'OCDE comptaient plus d'une personne active avant la crise. Mais un grand nombre des personnes apportant un deuxième revenu peuvent avoir un emploi vulnérable (temporaire ou à temps partiel) et peu ou pas d'accès à l'assurance chômage. Dans le même temps, le nombre de ménages comportant un seul adulte a augmenté : s'il perd son emploi, les seules sources de revenu du ménage peuvent être les prestations sociales. Là encore, les changements des dernières années présentent des avantages et des inconvénients, mais rien ne prouve qu'ils aient amélioré ou aggravé la capacité des travailleurs à faire face à la récession.

Comment les gouvernements peuvent-ils aider les chômeurs ?

Il faut se rappeler que les entreprises embauchent même en période de récession. En février 2009, alors que la crise se faisait sentir dans toute sa vigueur, environ 4,8 millions de personnes perdaient leur emploi aux États-Unis (près de 4 % des travailleurs). Le même mois, 4,3 millions de personnes étaient embauchées. Les licenciements excédant les embauches, l'emploi total a donc bien reculé. Cependant, il est erroné de croire qu'il y a seulement des mises à pied et qu'il n'y a aucun espoir de trouver du travail. Dans la plupart des pays de l'OCDE, on trouverait probablement des entreprises rencontrant des difficultés à pourvoir des postes vacants.

Cependant, ces postes vacants sont moins nombreux, d'où une concurrence féroce en période de profonde récession. Par exemple, sur le marché du travail des États-Unis, on comptait avant la crise 1,5 demandeur d'emploi pour chaque nouvel emploi ; fin 2009, ce ratio était de 6. Certaines catégories de travailleurs peuvent se retrouver exclues du marché du travail, faute d'avoir les compétences demandées ou même les contacts nécessaires pour être informées des créations de postes. Dans certains pays, il arrive aussi que les taux de chômage ne reviennent pas à la normale après une grave récession : par exemple, la Finlande n'a pas retrouvé ses faibles taux de chômage des années 80 après la récession qu'elle a traversée au début des années 90.

Lorsque la crise a éclaté, les pays de l'OCDE disposaient déjà de divers programmes d'aide aux chômeurs. Ils étaient toutefois conçus en fonction de niveaux de chômage très inférieurs à ceux que de nombreux pays connaissent actuellement, et leur but était d'amener les chômeurs à retravailler rapidement. Outre les allocations de chômage, ces programmes aidaient habituellement les chômeurs dans leur recherche d'un emploi ou d'une formation permettant d'améliorer

leurs compétences ou d'en acquérir. Comme le nombre de chômeurs s'est envolé dans de nombreux pays, les ressources disponibles pour chaque chômeur ont chuté.

La plupart des plans de relance adoptés en réponse à la crise prévoient des fonds supplémentaires pour les programmes du marché du travail, mais, dans la plupart des cas, ils sont relativement faibles au regard de l'augmentation du chômage. Dans quelques pays, en particulier le Danemark et la Suisse, les fonds consacrés à l'aide au retour à l'emploi augmentent de façon automatique lorsque le chômage s'accroît, ce qui réduit le risque que les personnes perdant leur emploi basculent dans le chômage de longue durée ou soient totalement coupés du marché du travail.

Les budgets supplémentaires ne sont pas tout, il faut également trouver du personnel qualifié pour mettre en œuvre les programmes. Aider les demandeurs d'emploi exige des compétences élevées, et le nombre de conseillers et de formateurs disponibles peut être insuffisant. Certains pays collaborent avec des agences du secteur privé pour élargir l'aide au retour à l'emploi offerte aux chômeurs. Ces agences, dont le personnel est vraisemblablement moins occupé dans une période où la demande de main-d'œuvre est réduite, devraient faire l'objet de contrôles visant à s'assurer qu'elles n'écrèment pas les travailleurs les plus employables pour leurs contrats privés, tout en faisant traîner en longueur le chômage des autres. Une façon de le prévenir consiste à concevoir des modalités de paiement comportant une prime lorsqu'elles placent leurs clients les plus difficiles.

Les gouvernements font également face à un dilemme : dans un contexte de chômage exceptionnellement élevé, dans quelle mesure devrait-on adapter les programmes d'aide ? Par exemple, les programmes de retour à l'emploi et les programmes similaires comportent un certain nombre d'exigences : ceux qui demandent de l'aide doivent prouver qu'ils cherchent activement du travail, et les prestations offertes diminuent progressivement avec le temps. Quand le nombre d'emplois offerts est loin de correspondre au nombre de demandeurs, de telles conditions peuvent sembler inutiles et injustes.

S'il est nécessaire d'appliquer ces exigences avec une certaine souplesse, il est essentiel de maintenir les services de placement de base. En réalité, les employeurs continuent à embaucher de façon significative même lors d'une profonde récession, et le service public de l'emploi devrait activement aider les chômeurs à s'adapter aux besoins des employeurs potentiels.

Il est peu probable que l'approche consistant à donner la priorité au travail fonctionne pour tous ceux qui ont perdu leur emploi. Les employeurs peuvent en effet être très sélectifs lorsque de nombreux demandeurs d'emploi se font concurrence pour un nombre réduit de postes vacants. Souvent, d'autres formes d'aide seront nécessaires pour les travailleurs peu qualifiés. En particulier, pour les plus vulnérables, il semble nécessaire de se réorienter dans une certaine mesure vers une approche privilégiant la formation, c'est-à-dire d'adopter une stratégie à plus long terme pour leur permettre d'améliorer leurs compétences ainsi que leurs chances de trouver du travail lorsque l'activité reprendra.

Les aides à l'emploi aident également à compenser les pires répercussions de la crise sur l'emploi. Elles peuvent prendre plusieurs formes. Le gouvernement peut accorder des aides aux entreprises qui créent des emplois, mais en les limitant à l'embauche de travailleurs désavantagés – la formule la plus directe. De nombreux pays ont mis en place des programmes de ce type, souvent en ciblant les jeunes, les travailleurs âgés ou les chômeurs de longue durée.

Une réduction temporaire des charges sociales patronales peut encourager les entreprises à embaucher à court terme. Il y a néanmoins des inconvénients. Des pressions considérables risquent de s'exercer pour que cette réduction s'applique à l'ensemble des emplois, et pas seulement aux emplois nouvellement créés ou à risque. Et à plus long terme, il peut être nécessaire d'augmenter les impôts pour compenser la perte de revenus due à la réduction des charges.

Les subventions à la réduction du temps de travail peuvent prévenir des pertes d'emplois et compenser les pertes de revenus. Pour être efficaces, de tels dispositifs doivent cependant être temporaires et cibler les entreprises qui connaissent une baisse passagère de leur demande ou les travailleurs pour lesquels il est difficile de trouver un autre emploi.

Face à la crise, un certain nombre de pays européens, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas, ont promu de façon agressive le travail à horaires réduits, ce qui semble avoir aidé à maintenir la hausse du chômage à un niveau relativement faible par rapport à la chute marquée du PIB. C'est encourageant, mais l'expérience montre qu'il est essentiel de mettre graduellement terme à ces dispositifs dès l'amorce de la reprise ; autrement, ils deviennent un frein aux changements structurels qui s'imposent.

À moins de cibler ceux qui en ont le plus besoin, toutes les formes de subventions, en particulier les aides à l'emploi et les réductions temporaires de charges sociales, risquent de bénéficier à des personnes qui auraient de toute manière été embauchées. Par exemple, dans le cas d'aides visant l'ensemble des jeunes, les employeurs choisiraient les plus qualifiés, lesquels trouveraient un emploi dès que l'économie en créerait de nouveau, plutôt que les moins qualifiés, pourtant plus exposés au risque de chômage de longue durée que la crise accroît.

En période de récession, on recourt fréquemment aux programmes de création d'emplois dans le secteur public pour accroître l'emploi. Par exemple, les plans de relance d'un certain nombre de pays comportent des mesures axées sur les infrastructures et la « croissance verte » qui devraient rapporter un « double dividende » : réduction du chômage et contribution à la transition vers une économie à faible intensité de carbone. Toutefois, l'expérience montre que les dispositifs de création directe d'emplois peuvent très difficilement assurer aux travailleurs désavantagés un retour à la stabilité de l'emploi, tout en produisant des biens et services socialement utiles.

Si l'objectif fondamental est de réinsérer les chômeurs dans des emplois productifs, il est également essentiel, en attendant, d'offrir à ceux qui ont perdu leur emploi un soutien au revenu adéquat. La crise a révélé l'existence de failles et de défauts dans les régimes d'assurance sociale, en particulier pour les travailleurs « non standard » titulaires de contrats temporaires ou de courte durée. Les gouvernements ont étendu la couverture de cette assurance et allongé la période de versement des prestations. Malgré tout, de nombreuses personnes n'en bénéficient toujours pas ; pour pouvoir aider les familles menacées de pauvreté, l'aide sociale et les dispositifs de soutien au revenu exigent des financements supplémentaires.

Les gouvernements semblent avoir tiré les leçons de leurs erreurs passées en matière de traitement du chômage. En particulier, ils ont résisté à deux tentations : encourager les départs à la retraite anticipée des travailleurs âgés qui perdent leur emploi et étendre l'accès aux régimes de maladie de longue durée et d'invalidité, pour les personnes souffrant de problèmes de santé qui perdent leur emploi.

Ces dispositifs ont lamentablement échoué dans le passé – ils condamnaient souvent les travailleurs à l'inactivité, bon gré mal gré –, et le vieillissement démographique rendra ces politiques non viables à long terme. La bonne approche consiste à s'assurer que ces groupes reçoivent un soutien au revenu adéquat, tout en bénéficiant d'une aide à la réinsertion.

De même, il est crucial d'empêcher qu'un grand nombre de jeunes soient coupés du marché du travail ou voués à des emplois peu qualifiés, mal payés et sans avenir. Ils devraient avoir accès à une formation et à d'autres services liés à l'emploi, même s'ils n'ont pas droit aux allocations de chômage.

Des réponses rapides, ciblées et temporaires

Ces dernières années, les gouvernements se sont désengagés de nombreux marchés, y intervenant et les réglementant de façon moins marquée, tout en s'efforçant de favoriser la souplesse du marché du travail. Cependant, la crise actuelle montre qu'ils ont un rôle-clé à jouer lorsque les choses tournent mal. La plupart des pays de l'OCDE ont promptement doté leurs programmes du marché du travail de ressources supplémentaires, dès le début du repli, et poursuivi leurs efforts alors que les mois passaient et que la crise s'installait.

Les pressions s'exerçant pour réduire les déficits publics importants leur imposent néanmoins des choix difficiles dans l'allocation de ressources publiques devenues plus rares. Étant donné les graves effets de la crise sur le marché du travail et les risques socio-économiques qui en découlent, il y a de solides arguments en faveur des programmes du marché du travail. Mais il est essentiel de se focaliser sur les programmes efficaces et de cibler les groupes les plus exposés au risque de perdre contact avec le marché du travail.

Pour aider les travailleurs à traverser une récession profonde, il faut adopter des mesures spéciales à la fois rapides, ciblées et temporaires.

Rapides : Ceux qui ont perdu leur emploi et vu leurs revenus brusquement amputés ont rapidement besoin d'aide. Davantage de ressources doivent aller au soutien au revenu et aux services d'aide à la recherche d'emploi pour qu'ils puissent répondre à une demande en croissance rapide.

Ciblées : Comme les ressources seront limitées, il faudra les utiliser là où elles sont le plus bénéfiques. C'est évident pour le soutien au revenu, mais bien plus délicat pour les services en matière d'emploi. Les décideurs publics doivent décider s'il vaut mieux cibler ceux auxquels on peut le plus facilement trouver un emploi ou les travailleurs désavantagés dont les besoins sont beaucoup plus importants en matière de formation et d'autres types d'aide.

Temporaires : Les réformes structurelles du marché du travail ont contribué aux niveaux d'emploi élevés qui prévalaient avant la crise. Pour pouvoir faire face aux conditions de la récession, il faudra peut-être adapter certaines de ces pratiques, et des changements permanents peuvent se révéler nécessaires à la lumière de la crise. Toutefois, dès le début de la reprise, aucun de ces changements ne devrait perdurer s'il nuit aux perspectives de l'emploi.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour en savoir plus sur les questions liées à l'emploi, visitez www.oecd.org/employment.

Pour consulter les statistiques de l'OCDE, visitez <http://stats.OECD.org>.

Publications

Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2010 : Sortir de la crise de l'emploi : Consacré à l'emploi et aux marchés du travail de la zone de l'OCDE et d'autres pays, ce rapport annuel analyse les défis immédiats posés aux politiques et formule des conseils destinés aux gouvernements de l'OCDE. Trois problématiques particulières sont abordées dans cette édition 2010 : l'impact de la crise sur l'emploi dans les économies émergentes et la réaction des politiques publiques ; les déterminants institutionnels des flux d'emploi et de main-d'œuvre ; le travail à temps partiel. Une annexe statistique offre les données les plus à jour sur l'emploi.

Les essentiels de l'OCDE : Les migrations internationales, Keeley, B. (2009) : Cet ouvrage s'appuie sur l'expertise incomparable de l'OCDE pour dépasser les débats rhétoriques et examiner les réalités des migrations internationales d'aujourd'hui. D'où les migrants viennent-ils et où vont-ils ? Comment les gouvernements gèrent-ils les migrations ? Comment les migrants s'en sortent-ils à l'école et sur le marché du travail ? Et les migrations sont-elles un atout ou un frein pour les pays en développement ?

Perspectives des migrations

internationales : SOPEMI 2010 : Quel est l'impact de la crise sur les migrations internationales ? Comment affecte-t-elle les flux et les politiques migratoires ? Cette édition 2010 comporte deux chapitres spéciaux : les éléments déterminant les courants de l'opinion publique à l'égard des migrations ; l'impact des naturalisations sur les performances des immigrés sur le marché du travail (dans quelle mesure l'acquisition de la nationalité accroît-elle les chances de réussite ?).

Des emplois pour les jeunes : Chaque rapport par pays de cette série analyse le processus de transition de l'école à l'emploi, souligne les principales barrières à l'emploi des jeunes, évalue la pertinence et l'efficacité des dispositifs visant à faciliter la transition de l'école à l'emploi et présente une série de recommandations sur les politiques que devraient mener les autorités publiques et les partenaires sociaux.

Autre lecture conseillée

Faire face à la crise de l'emploi, site de la Réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail (www.oecd.org/emploi/ministerielle) – Les ministres du Travail et de l'Emploi des pays de l'OCDE se sont réunis en septembre 2009 pour examiner comment les politiques de l'emploi et les politiques sociales peuvent aider au mieux les salariés et les familles à faible revenu à traverser la crise. Ils ont dégagé trois axes : « Aider les jeunes à s'insérer durablement sur le marché du travail », « Maintenir la politique d'activation pendant la crise » et « La crise de l'emploi : Quelles sont les conséquences pour les politiques sociales et de l'emploi ? »

5



De 27 billions de dollars, les actifs des fonds de pension ont baissé de plus de 5 billions durant la crise. Les prestations de retraite en seront affectées de façon inégale : les plus touchés seront les travailleurs les plus âgés, tandis que les personnes affiliées à des régimes à prestations définies s'en sortiront probablement mieux. Cependant, avant même la crise, certains en appelaient déjà à la réforme des pensions.

Les retraites et la crise



En guise de préambule...

Lorsque la plate-forme pétrolière *Deepwater Horizon* a explosé dans le golfe du Mexique, entraînant la mort de 11 personnes, le monde entier s'est passionné pour ce qui allait se révéler le pire désastre environnemental de l'histoire des États-Unis. Au fil des semaines, à mesure qu'on essayait en vain d'arrêter la fuite, les coûts de nettoyage et les dommages potentiels ont pris de l'ampleur, et les marchés sont devenus de plus en plus nerveux au sujet de BP.

Puis les médias britanniques ont commencé à insister sur un autre aspect de l'histoire. Le 2 juin 2010, le *Daily Express* titrait : « Le désastre de BP fait sombrer nos retraites. »

La veille, le chroniqueur économique de la BBC Robert Peston avait expliqué de quoi il retournait : « Comme BP est un placement phare pour la plupart des fonds de pension britanniques, [la perte de 40 milliards de livres de sa capitalisation boursière] réduit de dizaines de milliards la richesse des millions de Britanniques qui épargnent pour leur retraite. Les dividendes versés par BP représentant environ 8 % de l'ensemble des revenus de ces fonds (et une proportion plus grande encore de tous les dividendes d'entreprise), si la marée noire du golfe du Mexique affecte indirectement la capacité de BP de verser des dividendes, eh bien, beaucoup d'entre nous se sentiront un peu plus pauvres. »

Comme le montre cet exemple, les fonds de pension font partie intégrante de la vie économique des pays de l'OCDE et de leurs ressortissants. La plupart des travailleurs sont (ou seront) affectés par l'augmentation ou la baisse de la valeur des retraites. Avec des actifs représentant des milliers de milliards de dollars, ces fonds jouent un rôle majeur sur les marchés financiers mondiaux. Et ils pèsent également lourd dans l'économie réelle. Ils investissent dans un large éventail d'entreprises afin de réduire leur vulnérabilité aux chocs – y compris des chocs majeurs comme celui dû à BP – et d'assurer leur rentabilité à long terme.

Mais ils ne sont pas tout-puissants. L'effondrement des marchés financiers à l'origine de la Grande Récession a eu des effets immédiats sur leurs actifs, effaçant en quelques mois les gains accumulés au fil des années. D'où des inquiétudes immédiates : les gens allaient-ils perdre leur retraite ou recevoir bien moins que ce qu'ils attendaient ?

► Ces peurs sont-elles justifiées ? Et que devrait-on faire pour empêcher qu'une telle situation ne se répète ? Dans ce chapitre, nous examinerons les répercussions de la crise financière sur les différents groupes de travailleurs et de retraités, tout en montrant quels sont les pays les plus touchés. Nous aborderons également les mesures que les gouvernements peuvent prendre pour aider ceux qui sont déjà affectés et s'assurer que les prestations à venir seront protégées.

Qu'est-il arrivé ?

En 2007, juste avant la crise, la valeur des fonds de pension atteignait 27 000 milliards de dollars. Selon la Banque mondiale, le PIB mondial s'élevait alors à 55 000 milliards. Le marché immobilier, les obligations de société et les dépôts représentaient environ la moitié des investissements des fonds de pension.

Après cinq années d'augmentation régulière, la Bourse s'est effondrée en 2008, tout comme les marchés immobiliers, entraînant une chute de 3 500 milliards de la valeur des actifs des fonds de pension. Toutes les valeurs n'ont cependant pas été affectées. Alors que les Bourses cédaient à la panique et qu'on en venait à craindre une implosion de l'ensemble du système, les obligations d'État, ternes mais fiables, ont commencé à devenir attrayantes. L'indice mondial des obligations d'État a ainsi augmenté de 7 % environ en 2008.

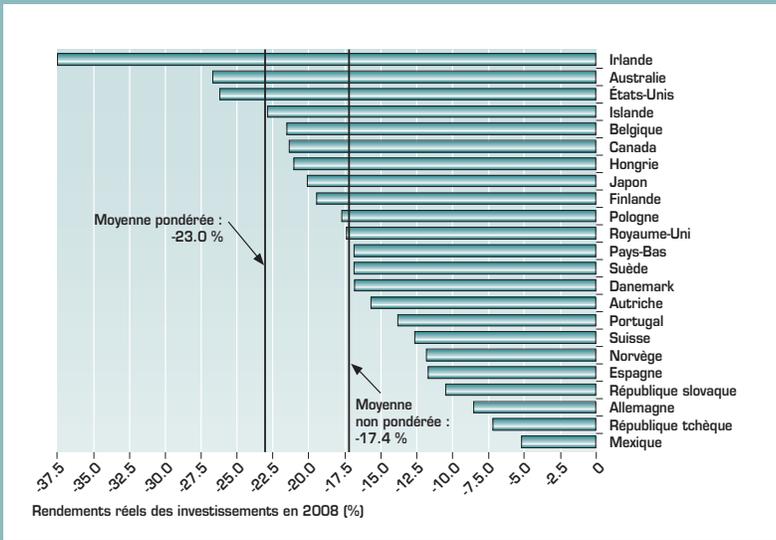
Le chiffre total des pertes essuyées par les fonds de pension ne doit pas cacher qu'il existe des différences significatives entre les pays et entre les fonds, selon la composition de leurs portefeuilles.

En 2008, les plus fortes pertes ont été observées en Irlande (près de 38 %) et en Australie (27 %), ainsi qu'aux États-Unis (environ 26 %), qui représentent environ la moitié de tous les actifs détenus par les caisses de retraite privées des pays de l'OCDE. Les pertes ont dépassé 20 % dans cinq autres pays : en Belgique, au Canada, en Hongrie, en Islande et au Japon.

Mais elles avoisinaient seulement 10 % en Allemagne, en République slovaque, en Norvège, en Espagne et en Suisse, et elles étaient plus faibles encore en République tchèque et au Mexique. Si certains fonds se sont mieux comportés, c'est principalement parce qu'ils avaient surtout investi dans des obligations, en particulier des obligations d'État. Les actions représentaient seulement 6 % à 12 % des portefeuilles en République tchèque, en République slovaque, en Allemagne et au Mexique, par exemple. Cependant, il est important de garder à l'esprit qu'à long terme les actions ont offert des rendements supérieurs (quoique plus risqués).

Grâce à la remontée du prix des actions amorcée en mars 2009, les fonds de pension de certains pays de l'OCDE (l'Autriche, le Chili, la Hongrie, l'Islande, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et la Pologne) ont entièrement effacé les pertes subies en 2008. Sur 3 500 milliards perdus en 2008, les fonds de pension des pays de l'OCDE ont récupéré environ 1 500 milliards. Malgré tout, la valeur de l'ensemble des actifs dans la zone de l'OCDE restait inférieure de 9 % en moyenne aux niveaux de décembre 2007.

RENDEMENTS RÉELS DES INVESTISSEMENTS DES FONDS DE PENSION, 2008



Ce graphique montre les rendements des fonds de pension en termes réels (compte tenu de l'inflation) pour l'année civile 2008. Les données couvrent 23 pays de l'OCDE où les fonds de pension privés sont importants par rapport à la taille de l'économie (leurs actifs représentaient au moins 4 % du PIB fin 2007). La moyenne pondérée (-23 %) traduit l'importance des États-Unis dans les chiffres. La moyenne non pondérée (qui accorde le même poids à chacun des 23 pays) était de -17 %.

Source : *Les pensions dans les pays de l'OCDE 2009*.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932341936>

Fin 2009, le niveau de financement des fonds de pension restait significativement inférieur à ce qu'il était deux ans plus tôt. L'écart entre les actifs et les engagements était de 26 % fin 2009, contre 23 % en 2008 et seulement 13 % en 2007, avant la crise. Le rendement des obligations d'État (qui entre dans le calcul des engagements) a baissé dans de nombreux pays, entraînant une augmentation des engagements et effaçant ainsi la reprise de l'investissement.

Les fonds de réserve des caisses de retraite publiques de certains pays ont été durement frappés par la crise financière en 2008, mais elles se sont fortement reprises en 2009, compensant en grande partie leurs pertes. Fin 2009, le montant total de leurs actifs représentait 4 500 milliards, 7,3 % de plus en moyenne qu'à la fin 2008 et 13,9 % de plus qu'en décembre 2007. Les fonds qui ont le mieux surmonté la crise sont ceux qui avaient des portefeuilles d'investissement prudents.

Qui a le plus souffert ?

La plupart des fonds de pension étaient suffisamment sains pour survivre à la crise et attendre que les choses s'améliorent. Mais certaines personnes y cotisant ont été touchées deux fois : en perdant leur épargne à cause du krach financier, puis en perdant leur emploi lorsque la crise des marchés financiers a commencé à affecter le reste de l'économie. La situation est particulièrement grave pour les travailleurs les plus âgés, car ils ont moins de temps pour accumuler de nouvelles économies et plus de difficultés à retrouver un emploi.

Les régimes de retraite publics ont également été affectés, et eux aussi pourraient être frappés deux fois. Tout d'abord, la valeur de leurs investissements peut avoir baissé. Ensuite, ils reçoivent moins d'argent en raison du chômage et de la baisse des revenus, mais, sauf à changer les règles, ils doivent déboursier autant qu'avant.

Même si les fonds de pension commencent déjà à se rétablir, les effets pourraient être dévastateurs et permanents pour les individus. Les situations diffèrent selon les pays, mais les chiffres des Plans 401(k), qui tirent leur nom d'une clause du code fiscal des États-Unis, et que nous verrons dans la prochaine section, donnent une idée générale de ce qui se passe ailleurs.

Comme nous l'avons déjà vu, l'âge est le premier facteur qui détermine l'effet de la crise sur les individus ; le type de retraite vient ensuite.

Les travailleurs les plus vieux sont particulièrement touchés

Les travailleurs les plus vieux sont ceux qui font face aux pires impacts. Le solde du compte de retraite privé des plus jeunes est généralement peu élevé, et les moins-values le sont donc également par rapport à celles enregistrées par d'autres tranches d'âge. Pour les 25-34 ans affiliés depuis au moins cinq ans, les contributions supplémentaires versées en 2008 ont dépassé les moins-values observées sur les placements, le solde progressant de près de 5 %.

Pour les personnes sur le point de prendre leur retraite, en revanche, les moins-values des caisses de retraite privées, des fonds de réserves publics pour les retraites et autres dispositifs d'épargne pourraient ne pas être récupérées. Même le fait de reporter leur départ à la retraite pourrait ne leur permettre de compenser qu'une partie des pertes. C'est pour les 45-54 ans que le solde des comptes des pensions privés a le plus diminué, les moins-values allant de 18 % environ pour ceux qui cotisent depuis peu à 25 % pour ceux qui sont couverts depuis plus longtemps.

La gravité des retombées de la crise pour les retraités actuels dépend de la composition de leurs revenus. Le pouvoir d'achat des retraites publiques est généralement protégé par des accords d'indexation. Dans certains pays, cependant, la crise aura des répercussions sur le niveau des retraites publiques, car les mécanismes d'ajustement automatique peuvent entraîner une minoration des prestations de retraite (voir ci-dessous).

Les prestations des pensions privées sont elles aussi protégées de manière générale, les régimes de retraite professionnels et les organismes qui assurent le versement d'une rente détenant des actifs pour garantir ces prestations. C'est à d'autres intervenants qu'incombe la lourde tâche de combler les déficits, notamment les employeurs, les prestataires de services financiers, les programmes de garantie de l'État et les cotisants.

Mais la crise frappe incontestablement tous les dispositifs d'épargne-retraite facultatifs ou actifs immobiliers dans lesquels les retraités espéraient pouvoir puiser durant leur retraite. Pour une partie d'entre eux, les moins-values enregistrées sur ces actifs sont importantes et les taux d'intérêt sont au plus bas, ce qui pourrait se traduire par une nette détérioration de leur niveau de vie.

Le type de régime de retraite

On distingue les régimes de retraite selon qu'ils sont publics ou privés, mais aussi selon qu'ils sont à *cotisations définies* ou à *prestations définies*.

Dans les régimes à cotisations définies, chacun constitue une épargne pour sa retraite sur un compte individuel, et la valeur des prestations de retraite est déterminée par les performances des investissements. Des investissements plus risqués peuvent rapporter davantage lorsque la Bourse s'envole, mais, lors d'une crise financière, leur valeur peut chuter rapidement : ceux qui en dépendaient se retrouvent alors plus pauvres qu'ils ne s'y attendaient.

Là encore, cela n'a pas une importance aussi grande pour les travailleurs plus jeunes. Ils n'ont pas besoin de ces revenus immédiatement. De plus, ils peuvent même tirer parti de la situation : en achetant ces actifs bon marché, ils s'assurent de bons rendements pour l'avenir.

Pour les retraités qui avaient un régime à cotisations définies, l'effet de la crise dépend de ce qu'ils ont fait du capital accumulé sur leur compte lors de leur départ à la retraite. Bon nombre de ces retraités sont protégés, car ils ont acheté une rente avant la crise, bénéficiant ainsi d'une prestation de retraite à vie. Le désavantage, à l'époque, est qu'ils ont peut-être raté les rendements élevés qu'offraient des marchés dynamiques. L'inverse vaut pour ceux qui ont décidé qu'ils pourraient vivre de leurs dividendes ou ceux qui ont choisi d'attendre et de profiter un peu plus longtemps des rendements élevés.

Dans les régimes à prestations définies, les pensions devraient être versées quelles que soient les performances du fonds. Néanmoins, l'effondrement de la Bourse a entraîné une baisse de la valeur des actifs qui financent les prestations, et de nombreux régimes sont aujourd'hui déficitaires.

Fin 2008, le plus important régime à prestations définies du Royaume-Uni, celui de British Telecom, avait un déficit de 9 milliards de livres (à peu près la valeur de l'entreprise sur le marché), certaines estimations allant jusqu'à 11 milliards. Afin de combler leur déficit, de tels régimes pourraient accroître les cotisations ou réduire les prestations. Selon le conseil d'administration du fonds de British Telecom, pour s'attaquer au déficit, il faudrait des contributions complémentaires d'au moins 500 millions de livres pendant 17 ans. Si le régime est géré par une entreprise privée et que celle-ci fait faillite, les bénéficiaires pourraient se retrouver sans rien ou, au mieux, avec

des sommes bien plus faibles versées par les dispositifs gouvernementaux de garantie.

L'inquiétude ne touche pas seulement les régimes privés. Selon certaines études, les retraites des fonctionnaires peuvent également être dans une situation délicate. En mars 2010, la National Public Radio (la principale radio publique américaine) s'est intéressée aux engagements et aux actifs des fonds de pension des États américains et a calculé le temps qu'il faudrait à chaque État pour honorer ses promesses en matière de retraites s'il leur consacrait toutes ses recettes fiscales. C'est le Vermont qui s'en sortait le mieux, avec tout de même 1,7 an, et l'Ohio et le Colorado qui s'en tiraient le moins bien : pour arriver à l'équilibre, ils devraient consacrer tous leurs revenus aux retraites pendant plus de 8 ans.

La situation des régimes de retraite publics nationaux n'est pas aussi inquiétante. Tout d'abord, en 2007, le fonds public pour les retraites dépassait 5 % du revenu national seulement dans huit pays de l'OCDE ; et de nombreux pays investissent massivement dans les obligations d'État.

Ces obligations, qui ne rapportent pas autant mais sont bien plus sûres que d'autres investissements, représentent l'intégralité du fonds constitué aux États-Unis et 80 % du portefeuille du fonds coréen. Certains pays sont cependant davantage exposés aux risques des marchés financiers, notamment la Nouvelle-Zélande et l'Irlande, où la part des obligations d'État est inférieure à 20 %.

Cela étant, la crise affectera même les régimes nationaux dont les portefeuilles sont « allergiques » au risque. En effet, les revenus des systèmes de retraite publics diminuent en raison du chômage et de la faible croissance, qui affectent à la fois les recettes fiscales et les cotisations. Les demandes de prestations pourraient également augmenter si davantage de travailleurs optent pour la retraite anticipée afin d'échapper au chômage. Sans oublier la pression que les plans de sauvetage et de relance exerceront sur les finances publiques pendant encore des années.

Les gouvernements ont dû emprunter afin de financer les plans de relance et compenser les pertes de revenus et les déficits budgétaires. Pour 2010, les emprunts des gouvernements de l'OCDE sont estimés à 16 000 milliards de dollars. D'où une pression accrue pour réduire les dépenses de retraite, entre autres programmes publics.

Stabilisateurs et déstabilisateurs automatiques

Les gouvernements influent sur les régimes de retraite de différentes manières à travers la réglementation des marchés et des fonds eux-mêmes, ainsi que des exigences légales tels que l'âge légal de la retraite. L'État intervient également à travers ce qu'on appelle les « stabilisateurs automatiques ».

L'impact global de la crise sur les revenus de la retraite dépend de ces stabilisateurs et des filets de protection destinés à lutter contre la pauvreté qui sont intégrés dans les systèmes de retraite nationaux. La plupart des pays disposent de mécanismes qui contribuent à empêcher les retraités de tomber dans la pauvreté, ce qui peut atténuer l'impact des pertes des investissements sur le revenu de certains retraités. Les programmes publics de retraite – les retraites de base et les dispositifs liés à la rémunération – prévoient des prestations identiques quelles que soient les répercussions sur les pensions privées.

Toutefois, dans de nombreux pays, les sommes versées par le régime public dépendent des ressources du bénéficiaire et de la valeur des pensions privées. Le montant des prestations est ajusté en fonction des hausses et des baisses de la pension privée. En Australie et au Danemark, par exemple, la plupart des retraités actuels perçoivent des prestations sous conditions de ressources (plus de 75 % des personnes âgées en Australie et environ 65 % au Danemark).

Le montant de ces droits à prestation augmente lorsque les rendements des pensions privées diminuent, protégeant en grande partie les personnes à bas revenu et à revenu moyen. En Australie, chaque dollar supplémentaire perçu dans le cadre d'un régime privé donne lieu à une réduction de 40 cents de la pension publique ; inversement, toute diminution de 1 dollar entraîne une revalorisation des prestations publiques de 60 cents.

Dans tous ces cas, les dispositifs de retraite publics font office de stabilisateurs automatiques, c'est-à-dire qu'ils évitent à une partie ou à la majorité des retraités de supporter l'intégralité des effets de la crise financière sur leurs revenus.

Par ailleurs, le Canada, l'Allemagne et la Suède ont mis en place des dispositifs d'ajustement automatique des prestations en vue d'assurer la solvabilité des régimes de retraite publics. On pourrait les qualifier de « déstabilisateurs automatiques », car ils exercent un effet inverse à celui des stabilisateurs automatiques décrits précédemment.

Ils protègent l'équilibre financier du régime de retraite, mais, en contrepartie, les revenus des retraités et le niveau des prestations des travailleurs actuels varient. À moins d'être supprimés, ces ajustements automatiques pourraient se traduire par une réduction des prestations réelles perçues par les retraités d'aujourd'hui, en raison à la fois des répercussions de la crise financière sur l'investissement et de celles de la crise économique sur les salaires et l'emploi.

Influence réciproque

Jusqu'à présent, nous nous sommes intéressés à la façon dont les retraites et la crise interagissent à court terme, mais, par leur nature même, les fonds de pension s'inscrivent dans le long terme, et leurs performances devraient également être évaluées à cet horizon. Il peut être trompeur de se focaliser sur une seule année, qu'elle soit bonne ou mauvaise.

La chute des rendements des actions a été aussi sérieuse en 2008 qu'en 2000-02, même si elle a été plus rapide dans le premier cas. Malgré ces deux ralentissements à la fois proches et graves, les performances des fonds de pension ont été positives ces 10 dernières années et saines au cours des 15 dernières années.

La plupart des fonds de pension ont des besoins de liquidités (d'« argent liquide ») très restreints par rapport au total des actifs qu'ils gèrent. Autrement dit, pour s'acquitter des prestations à verser et autres dépenses, ils n'ont pas besoin de vendre des actifs aux prix bas actuels, car ils peuvent compter sur le flux régulier des contributions et des revenus des placements, même si ces derniers ont diminué.

La principale exception concerne les régimes qui se fient sur la vente d'actifs pour honorer les prestations : lorsque la valeur de ces actifs diminue brusquement, ils ne peuvent pas attendre que le marché se ressaisisse pour vendre.

Les perspectives à plus long terme dépendent évidemment de ce qui arrive sur les marchés. Les optimistes pourraient soutenir que la chute bien plus rapide qu'en 2000-02 de la valeur des actifs tient aux liens plus étroits existants au sein du système financier, et que la reprise pourrait être tout aussi rapide. Les pessimistes pourraient souligner que, contrairement à aujourd'hui, le krach de 2000-02 n'a pas été suivi d'un resserrement majeur du crédit et d'une profonde récession dans les économies développées.

Si les marchés financiers influent beaucoup sur les retraites, les fonds de pension influent aussi considérablement sur les marchés – leurs actifs représentent la moitié du PIB mondial. Ces fonds peuvent être des « stabilisateurs des marchés » : ils contribuent à limiter l'ampleur des fluctuations en vendant lorsque les marchés sont hauts et en achetant lorsqu'ils sont bas.

Mais, au cours de la crise actuelle, certains fonds ont liquidé une partie de leur portefeuille d'actions (phénomène de « défiance à l'égard des actions »). Dans certains pays, les fonds de pension ont réagi en plaçant les nouvelles cotisations sous forme de dépôts bancaires et autres instruments bénéficiant de la garantie de l'État, jusqu'à ce que la situation se stabilise sur les marchés financiers.

On note une défiance à l'égard des actions dans les plans à cotisations définies dans les pays où les participants peuvent choisir la façon d'investir dans les portefeuilles. Dans les pays à systèmes obligatoires, le rendement des investissements fait l'objet d'un rapport mensuel ou trimestriel, ce qui amène de nombreux participants à réorienter leur épargne vers des portefeuilles moins risqués.

S'il semble rationnel dans une perspective à court terme, ce type de comportement conduit en fin de compte à une baisse des pensions par rapport à ce qu'elles auraient été s'ils s'en étaient tenus à leur allocation initiale d'actifs à long terme.

En effet, les participants risquent de manquer le redémarrage des marchés et de n'augmenter à nouveau la part des actions dans leur portefeuille qu'une fois que les marchés seront à nouveau surévalués. Cela étant, lorsqu'il voit les traders et autres professionnels s'empresse de vendre leurs actions, il est difficile de convaincre l'homme de la rue que la meilleure stratégie consiste à s'en tenir à ses actions et à attendre que l'orage passe.

Dans les plans à prestations définies, une réorientation des investissements au détriment des actions est également probable, encore que le mouvement sera peut-être moins marqué que dans les plans à cotisations définies.

L'un des facteurs importants à cet égard est l'application des normes et règles régissant la façon dont les fonds évaluent leurs actifs et leurs engagements. Les gouvernements et les conseils d'administration des fonds insistent pour qu'il y ait un ratio réserves/prestations obligatoires et déterminent ce que le fonds devrait faire si ses réserves deviennent trop basses pour satisfaire aux exigences légales. Cela signifie que les fonds peuvent être contraints de vendre une partie de leurs actions, même à perte, en période de baisse.

Les fonds de pension peuvent réagir en cherchant des investissements alternatifs offrant de meilleurs rendements (fonds spéculatifs d'investissement, spéculation sur les prix des matières premières, par exemple). De nombreux fonds ont investi de façon « moutonnaire » dans des placements alternatifs, recherchant les rendements supérieurs promis par ces actifs sans pleinement comprendre les risques sous-jacents.

Certains fonds de pension commencent aussi à venir sur le marché pour consentir des prêts visant à financer des entreprises endettées et des opérations de rachat. Ce marché est de nature à stimuler le système des prêts dominé par les banques et quelques fonds d'investissement.

Depuis plusieurs années, certains fonds de pension mènent une stratégie de diversification vers le crédit, et les turbulences actuelles présentent à leurs yeux de bonnes opportunités d'achat. Mais leurs paris ne se sont pas toujours révélés payants. Par exemple, le grand fonds de pension néerlandais ABP aura sans doute subi des pertes très lourdes après avoir investi dans Lehman Brothers juste avant sa faillite.

Le risque a changé

Les fonds essaient de se protéger du risque, mais la crise leur a compliqué la tâche. Certaines de leurs stratégies sont risquées, notamment le recours aux produits dérivés (ils rapportent plus que d'autres investissements parce que le risque est plus grand).

Les types de produits dérivés les plus fréquemment utilisés par les fonds de pension sont les instruments financiers qui tirent leur valeur des taux d'intérêt et dont les opérations se font directement entre les deux parties, c'est-à-dire sans passer par un marché réglementé et sans contrôle ou supervision des autorités publiques.

En réalité, nul ne sait réellement ce qui se passe au-delà de ce qu'il fait directement lui-même : lorsque quelque chose tourne mal, comme dans le cas de Lehman Brothers, les marchés paniquent en raison de l'incertitude entourant les faillites éventuelles.

L'effondrement des marchés a eu pour conséquence immédiate le recul de la vente à terme. La vente à terme consiste à vendre un titre qu'on ne possède pas encore véritablement, dans l'espoir de pouvoir l'acheter plus tard à un prix inférieur avant d'avoir à le livrer. Les fonds spéculatifs d'investissement, par exemple, empruntent souvent

des titres pour mettre en place des stratégies d'arbitrage consistant à profiter d'écarts de cours anticipés.

Les autorités de régulation des marchés financiers ont restreint les ventes à terme de titres, et de nombreux fonds de pension ont maintenant cessé les opérations de prêts de titres, estimant que la commission à percevoir ne justifiait pas le risque de ne pas retrouver la valeur du titre prêté. Ils craignent aussi d'avoir peut-être contribué à la crise financière par ces pratiques de prêt.

Cette situation extrêmement compliquée a encore été aggravée par l'évolution des marchés des obligations d'État. Comparées à d'autres investissements, les obligations d'État rapportent peu, et elles immobilisent les fonds pour des durées pouvant aller jusqu'à 40 ans, mais on considère qu'elles constituent un pari sûr.

Du moins est-ce ainsi qu'on les considérait. En raison des inquiétudes entourant la dette souveraine et du grand nombre d'obligations d'État émises dans le sillage de la crise, elles sont devenues des options à long terme bien moins attrayantes pour les investisseurs, y compris les fonds de pension.

Outre le risque d'investissement, les fonds de pension, et en particulier les fonds à prestations définies, font face à un autre « risque » à plus long terme, celui de la longévité. Les gens vivent plus longtemps et percevront donc des prestations pendant plus longtemps.

Or, nul ne sait comment la longévité évoluera. Si les actuaires ont eu tendance à sous-estimer les gains de longévité à venir, certains démographes soutiennent que l'épidémie d'obésité pourrait interrompre cette progression, voire l'inverser dans certains groupes de population.

Mais les données historiques laissent penser que l'hypothèse la plus probable est l'augmentation continue de l'espérance de vie, ce qui a des conséquences directes sur les retraites. Selon un article publié en février 2010 dans *The Economist*, à l'âge de 65 ans, toute année d'espérance de vie supplémentaire accroît de 3 % la valeur actuelle des engagements de retraite des régimes britanniques à prestations définies, soit 30 milliards de livres (48 milliards de dollars). La Life and Longevity Markets Association (LLMA) estime que, au total, la longévité expose le Royaume-Uni à un risque dépassant 2 000 milliards de livres.

Dans un tel cas de figure, la façon traditionnelle de procéder consistait à vendre les engagements à une entreprise acceptant de gérer le régime de pensions en échange d'une prime. Mais les fonds de

pensions connaissent des déficits croissants à cause de la crise, ce qui rend cette solution moins attrayante pour les acheteurs, et trop onéreuse dans de nombreux cas.

Les « *swaps* de longévité » sont l'une des solutions envisagées pour traiter ce risque : le fonds de pension paie à la partie contractante du *swap* un flux de ressources convenu (tant par an ou par mois) et reçoit un revenu qui augmente si la longévité est supérieure aux estimations.

Toutefois, il est peu probable que cette idée soit très attrayante dans une situation de grande incertitude et de préoccupation face au risque. La LLMA, lancée en février 2010 à Londres par un groupe de banques et d'assureurs, espère s'attaquer à la question en créant un marché séparé pour ce risque.

Les réponses politiques

Travailler plus longtemps ?

Lors des récessions passées, les gouvernements ont eu recours à la retraite anticipée et aux régimes d'invalidité, tout d'abord pour protéger les revenus des travailleurs les plus âgés qui perdaient leur emploi sans pouvoir en retrouver et, ensuite, pour conserver de faibles chiffres de chômage.

Cette approche présente des avantages à court terme (au premier chef pour les travailleurs concernés), mais, à long terme, elle a un impact négatif sur les marchés du travail : il est difficile de revenir sur les conséquences de ces politiques, même lorsque leur raison d'être initiale a disparu.

Dans les pays disposant de régimes de pension à cotisations définies étendus et arrivés à une relative maturité, les gens peuvent souhaiter travailler plus longtemps afin de restaurer leur épargne-retraite.

Théoriquement, cela devrait se traduire par des cotisations supplémentaires et une réduction du nombre d'années de retraite financées par le système, et laisser aux actifs le temps de retrouver leur valeur.

Mais dans la pratique, les travailleurs les plus âgés peuvent avoir des difficultés à trouver du travail, et il se peut que les actifs ne retrouvent pas leur valeur assez tôt pour que cela fasse une différence ; le filet de protection sociale peut donc être la seule source de revenus supplémentaires pour ces travailleurs.

Avoir plus de choix ?

Dans la plupart des régimes de pension à cotisations définies, les individus peuvent choisir la façon d'investir dans leur portefeuille, et leurs choix ont des implications importantes sur l'effet de la crise sur leurs pensions.

Selon des données portant sur les États-Unis, à mesure qu'ils approchent de la retraite, les gens ont tendance à délaissier les actions pour des investissements moins risqués. Par exemple, les actions représentent plus de 70 % des portefeuilles pour environ 55 % des 36-45 ans, mais seulement 43 % des 56-65 ans.

Malgré cette tendance à privilégier des investissements moins risqués, la part des actions dans les portefeuilles des travailleurs proches de la retraite semble très élevée : dans plus d'un cas sur cinq, les actions représentent plus de 90 % de leurs Plans 401(k). Ils peuvent évidemment détenir des dépôts et des obligations d'État moins risqués hors de leur plan, mais leur épargne-retraite aura néanmoins subi une forte érosion par rapport à la minorité qui avait investi la plus grande partie de son portefeuille dans des actifs présentant un risque moindre.

Quelle est l'incidence de ce type de comportement d'investissement sur l'action des pouvoirs publics ? Faut-il limiter les options offertes aux particuliers pour éviter que leur épargne-retraite soit réduite à néant ? Ou doit-on considérer qu'il appartient à chacun de prendre une telle décision et un tel risque ?

À tout le moins, les pouvoirs publics devraient encourager les particuliers à adopter une stratégie moins risquée à mesure qu'ils approchent de la retraite. Une telle stratégie, souvent qualifiée d'investissement fondé sur le principe du cycle de vie, peut réduire le risque d'investissement auquel une personne est exposée au cours de sa vie active, sans sacrifier les bénéfices d'un portefeuille plus diversifié en début de carrière.

Il serait logique de rendre cette approche automatique et d'en faire l'option par défaut. Adopter la stratégie fondée sur le cycle de vie revient à mettre les investissements sur « pilote automatique » et s'avère particulièrement utile pour ceux qui ne souhaitent pas gérer leur portefeuille de façon active – selon toute probabilité, la majorité des gens dans la plupart des pays. D'après une étude de la Banque royale du Canada, il est plus stressant de choisir les bons investissements pour son plan d'épargne-retraite que d'aller chez le dentiste.

Une telle mesure peut être prise tout en préservant la liberté de choisir entre différents portefeuilles assortis de différentes caractéristiques risque-rendement (pour la minorité qui souhaite prendre ses propres décisions d'investissement).

Une autre possibilité consiste à autoriser les particuliers qui ont choisi un régime de retraite privé à réintégrer le régime public. Cette option est tentante à la fois pour les pouvoirs publics, afin de s'attaquer aux déficits des régimes de retraite publics, et pour les travailleurs inquiets des pertes importantes subies par les régimes privés. Cependant, il est probable qu'elle apporte seulement des gains à court terme et que les particuliers souhaitent revenir au régime privé lorsque l'économie se rétablira.

Les gouvernements doivent-ils sauver les fonds de pension privés ?

Les gouvernements doivent-ils sauver les comptes de retraite individuels, comme ils l'ont fait pour les banques ? Dans de nombreux pays, ils soutiennent déjà les régimes professionnels à prestations définies. Ils peuvent être soumis à une obligation morale, sinon légale, d'intervenir lorsque les régimes à cotisations définies sont obligatoires – et non facultatifs – et que la conversion en rente lors du départ à la retraite est obligatoire.

Un plan de sauvetage direct consistant à renflouer les comptes de retraite des salariés pourrait se révéler extrêmement onéreux, et il pourrait même être irréalisable alors que les finances publiques sont mises à rude épreuve par la récession et les plans de relance économique.

Soutenir l'épargne-retraite de ceux qui sont le plus touchés par la crise par le biais du système de retraite public présenterait l'avantage de répartir le coût de cette mesure dans le temps. Les sommes seraient dépensées tout au long de la retraite des personnes concernées, et non en une seule fois, aujourd'hui ou lors de leur départ à la retraite. On gagnerait aussi en efficacité et en flexibilité ; l'aide pourrait par exemple être ciblée sur les retraités à faible revenu.

Il serait plus judicieux de renflouer les personnes qui sont proches de l'âge de la retraite. Toutefois, cela pose des difficultés politiques considérables. Si on limitait cette mesure aux personnes qui sont à quelques années de l'âge normal de la retraite, celles qui sont juste en deçà de l'âge décisif se sentiraient lésées.

De même, les retraités n'ayant que récemment converti leur capital en rente, entérinant ainsi les moins-values des marchés financiers, reprocheraient aux autorités d'indemniser les personnes de leur âge dont l'argent est toujours investi sur ces marchés.

Tout sauvetage direct des fonds de pension présente également un risque d'aléa moral. On s'attendra à ce qu'il se renouvelle la prochaine fois que les choses tourneront mal, ce qui encouragera chacun à prendre davantage de risques une fois que la crise sera passée.

Que faudrait-il faire ?

Avant même la crise de 2008, des mises en garde insistaient sur la nécessité de réformer les pensions privées. Dès 2001, l'OCDE préconisait un renforcement de la gouvernance des fonds de pension en publiant un ensemble de Principes directeurs, actuellement en cours de révision.

Ces Principes directeurs soulignent l'importance d'un suivi rigoureux des risques d'investissement et des performances, ainsi que de la relation entre les actifs et les engagements des fonds de pension. Il est également nécessaire de renforcer l'expertise et les connaissances au sein des organes directeurs, notamment en nommant des experts indépendants.

L'OCDE a insisté sur le lien entre la taille et la qualité de la gouvernance. Les fonds de pension de petite taille sont davantage exposés à un risque de gouvernance médiocre (et ils sont beaucoup plus coûteux à gérer et à surveiller) : dans certains pays, il y aurait donc toutes les raisons de consolider le secteur des fonds de pensions par des fusions.

Des réformes réglementaires concernant les systèmes à prestations définies comme les systèmes à cotisations définies devraient être à l'agenda politique. En fait, certaines règles destinées à protéger les contributeurs aux plans à prestations définies peuvent aggraver la situation en renforçant la spirale à la baisse du prix des actifs. Même en cas de crise grave, les investisseurs ne perdent rien de leur investissement tant qu'ils ne le vendent pas moins cher qu'ils ne l'ont acheté initialement (ou que l'entreprise ne disparaît pas).

Or, dans certains pays, les règles en vigueur ne permettent pas aux fonds de laisser passer la crise et d'attendre que la valeur des actifs se redresse. Ils doivent vendre pour maintenir leurs ratios actifs/engagements et, étant donné l'importance du rôle que les fonds

de pension jouent sur certains marchés, cela fait baisser plus encore les cours.

La crise entraînera de nouvelles fermetures de plans à prestations définies à mesure que les déficits de financement se creusent et que les besoins de cotisations augmentent. Les fonds de garantie seront également appelés à intervenir dans les années qui viennent pour sauver les fonds de pension d'entreprises qui feront faillite. Dans la mesure où le secteur des pensions à prestations définies continuera à se contracter, on devrait s'interroger sur le rôle joué par les réglementations dans le renforcement de cette tendance.

S'agissant des plans à cotisations définies, les réponses pourraient comporter des mécanismes par défaut appropriés et la conception de fonds se réorientant automatiquement vers des investissements moins risqués à mesure que la date de la retraite approche, sans que le bénéficiaire ait à intervenir. Un objectif-clé de cette règle est de réduire le risque de « timing » lorsqu'il s'agit de transformer le capital accumulé en un flux de prestations régulières (une rente).

Les gouvernements devraient aussi examiner la pertinence de certaines stratégies d'investissement en tant qu'options par défaut, en tenant compte, entre autres facteurs, de l'étendue des choix proposés pendant la phase de versement de la pension, de la générosité du système de retraite public et du niveau des cotisations. Les stratégies d'investissement par défaut devraient être évaluées du point de vue de l'adéquation du revenu de retraite et de son caractère prédictible.

Dans le cadre des systèmes à cotisations définies, il faudrait également améliorer les dispositifs concernant la phase de versement de la pension. En effet, certains des systèmes obligatoires par défaut existants sont loin d'être sûrs et n'intègrent pas de façon cohérente la phase d'accumulation et la phase de perception de la retraite.

En particulier, rendre obligatoire la conversion en rente est surtout pertinent dans les pays où les prestations de pension du régime public sont faibles. Mais contraindre les gens à acheter une rente va à l'encontre du principe de libre choix et peut être extrêmement coûteux pour les individus lorsque les taux de rente sont bas ou que la valeur des avoirs accumulés a beaucoup baissé du fait de la mauvaise situation sur les marchés.

Une approche plus souple, et qui pourrait être introduite comme option par défaut pour la phase de versement de la pension, consiste à combiner des retraits échelonnés – une fraction déterminée des avoirs pouvant être retirée chaque année – et des rentes différées commençant à partir d'un certain âge, par exemple 85 ans. On

pourrait constituer ces rentes différées au moment du départ à la retraite en y affectant une petite partie du capital accumulé.

Dans un contexte de crise financière et de développement rapide des plans à cotisations définies dans de nombreux pays, de véritables programmes d'éducation financière et la divulgation de l'information deviennent de plus en plus importants pour le bon fonctionnement des systèmes de pension privés.

Des initiatives publiques dans ce domaine devraient compléter les règles visant le choix des investissements et les options par défaut qui existent déjà dans certains pays. Les travailleurs assumant ainsi une plus grande responsabilité de leur épargne en vue de leur retraite, le rôle des autorités publiques change, mais il reste de la plus haute importance pour promouvoir le caractère suffisant des revenus et leur sécurité durant la vieillesse.

Les pensions privées jouent un rôle important dans l'équilibre du système de retraite, et la crise n'a pas réduit cette importance. Elles sont nécessaires à la diversification des sources de revenu de retraite et, en tant que telles, complètent les pensions publiques.

| Une question à long terme | |
|--|--|
| <p>Une simulation utilisant 25 années de données sur les rendements des investissements dans les économies du G7 et en Suède montre un taux de rendement réel de 5,5 % pour les obligations et de près de 9 % pour les actions, sur un horizon de 45 ans d'épargne-retraite d'une carrière à taux plein. Pour un portefeuille « équilibré » (investi à parité en actions et en obligations), le rendement moyen (médian) s'établit à 5 %.</p> <p>L'analyse porte également sur l'échelle des risques courus et sur l'incertitude entourant les rendements des investissements. Dans les 10 % des cas les plus défavorables, les rendements devraient atteindre à peine 3,2 % par an, voire moins. Dans les 10 % des cas les plus favorables, les rendements s'élèvent à 6,7 % ou plus.</p> <p>Toutefois, les simulations reposent sur quelque 25 années de données se terminant en 2006. Depuis, on a observé à la fois des rendements sensiblement négatifs sur les marchés d'actions et une volatilité nettement supérieure. Durant l'effondrement des marchés d'actions en 1987, pris en compte dans les données, les cours se sont pliés dans les mêmes proportions qu'en 2008. Et l'éclatement de la bulle technologique, qui a entraîné un net fléchissement des marchés boursiers en 2000-02, fait également partie de la période considérée.</p> | |

De plus, la viabilité des systèmes de retraite publics pose un défi dans certains pays, et la situation pourrait s'aggraver avec le vieillissement de la population active. Dans un avenir proche, on prévoit que les dépenses publiques au titre des retraites augmenteront considérablement. Le revenu de retraite provenant de sources publiques devrait donc continuer à diminuer. D'où la nécessité d'étendre encore les pensions privées afin de soutenir le revenu de retraite.

Les perspectives

Les taux de pauvreté des personnes âgées ont baissé au cours des trois dernières décennies, et ce sont les enfants et les jeunes adultes (25 ans ou moins) qui les ont remplacés en tant que groupe présentant un risque relativement élevé de pauvreté. La principale transformation socio-économique qui influencera les revenus des personnes âgées est le nouveau rôle des femmes : participation accrue au marché du travail, rétrécissement de l'écart de rémunération avec les hommes et meilleure prise en charge des périodes de congé maternité.

La réforme des retraites aura également une incidence considérable sur l'évolution des revenus et de la pauvreté des personnes âgées. Dans les pays qui ont procédé à des réductions globales des prestations, les retraités devraient voir leurs revenus baisser et leur pauvreté s'accroître, à moins qu'ils compensent ces pertes en travaillant plus longtemps ou par une épargne-retraite facultative.

Dans les pays qui n'appliquent pas ces réductions aux bas salaires, les revenus moyens des personnes âgées pourraient bien décliner, mais la réforme n'aura pas d'effet sur le taux de pauvreté des retraités.

Dans les pays qui ont renforcé le lien entre retraite et rémunération, le revenu moyen des personnes âgées pourrait croître, mais le manque de redistribution du nouveau système de retraite risque d'aggraver la pauvreté des retraités.

Enfin, les revenus des personnes âgées devraient s'améliorer dans les pays qui ont renforcé les régimes de retraite obligatoire. Dans tous ces cas, les changements bénéficieront davantage aux bas salaires et devraient donc avoir un effet plus prononcé sur la pauvreté des retraités.

Les politiques quantitatives

Le jargon financier le plus obscur a profité de la crise économique pour entrer dans le langage courant – les *subprimes* constituent l'exemple le plus tristement célèbre. Il est peu probable que les politiques quantitatives acquièrent la même notoriété, mais elles pourraient avoir des incidences majeures sur les pensions et, à ce titre, méritent d'être expliquées.

En avril 2009, le taux d'intérêt moyen fixé par les banques centrales des pays du G7 est tombé à 0,5 %. Qu'arrive-t-il lorsque l'argent est si bon marché qu'il ne peut pas devenir meilleur marché ? Autrement dit, que peut-on faire lorsque les taux d'intérêt sont déjà si bas qu'il est impossible de les réduire davantage ?

Les politiques quantitatives constituent alors une option. La banque centrale injecte de l'argent dans l'économie en achetant certains produits financiers tels que des obligations d'État (également appelées bons du Trésor). On s'attend à ce que ceux qui leur vendent ces obligations utilisent l'argent pour accorder des prêts aux entreprises et aux ménages (même s'ils peuvent le laisser dans une banque ou l'envoyer à l'étranger). La Réserve fédérale américaine a mené une politique quantitative durant la crise bancaire qui a suivi le krach boursier de 1929, et la Banque du Japon a adopté une approche similaire pour s'attaquer à la crise des années 90, après l'effondrement du marché immobilier.

Pour décrire la politique quantitative, les médias disent souvent que « le gouvernement fait marcher la planche à billets ». En effet, au lieu d'emprunter de l'argent en recourant à l'habituelle émission de nouvelles obligations, le gouvernement, à travers la banque centrale, crée tout bonnement de l'argent et l'utilise pour payer les banques et les autres institutions financières qu'il souhaite aider.

En tant que tel, c'est une mauvaise nouvelle pour les pensions. Si la politique quantitative parvient à rendre les obligations d'État plus attrayantes, l'intérêt payé sur ces obligations n'a plus besoin d'être aussi élevé qu'il l'était auparavant. Or, les fonds de pension détenant de grandes quantités d'obligations d'État, une baisse de leur rendement se traduit directement par une baisse de revenus pour les fonds. Et comme l'industrie des pensions utilise le rendement des obligations pour calculer des prestations de retraite telles que la rente, leurs bénéficiaires en seront affectés.

.../...

Les politiques quantitatives (suite)

Les régimes de retraite d'entreprise peuvent également l'être. Le rendement des obligations d'État est un élément important dans le calcul des engagements à venir des fonds de pension ; et lorsque le rendement chute, ces engagements augmentent. De plus, les conseils d'administration des fonds estiment généralement les engagements de pension en fonction du prix des obligations d'État. Autrement dit, ces engagements augmentent dans le même temps que le rendement diminue.

Certains analystes s'inquiètent que l'industrie de l'assurance vie et des pensions puisse être victime d'une chute du rendement des obligations d'État, que cela s'accompagne d'une augmentation significative du nombre de faillites parmi les entreprises dont les fonds de pension ont acheté les dettes, ainsi que d'une chute de la valeur des actifs dans lesquels les fonds de pension ont investi.

Les perspectives immédiates sont lugubres pour les fonds de pension, et la déflation pourrait encore les aggraver. Toutefois, elle pourrait aussi être une bonne nouvelle pour certains bénéficiaires. En effet, dans le cadre de nombreux régimes, le fonds doit augmenter les prestations pour compenser (au moins en partie) l'inflation. En revanche, rares sont ceux qui disposent d'un mécanisme visant à diminuer les prestations en cas de déflation.

Sources : Banque d'Angleterre, Provisional estimates of narrow money (notes & coin) and reserve balances ; Deloitte LLP (2009), Quantitative easing contributes to FTSE 100 pension scheme deficits increasing to £180bn.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur les pensions, visitez www.oecd.org/pensions.

Publications

Les pensions dans les pays de l'OCDE : Panorama des systèmes de retraites (2009) : Ce rapport offre des données sur les principales caractéristiques des pensions versées au sein des pays de l'OCDE et des projections relatives aux retraites que percevront les salariés d'aujourd'hui. Il offre également un éventail complet d'indicateurs, notamment des données chiffrées concernant des actifs, les performances des investissements, l'ampleur des régimes de retraite privés, les dépenses consacrées au régime public mais aussi le contexte et les perspectives démographiques.

L'économie politique de la réforme : Retraites, emplois et déréglementation dans dix pays de l'OCDE (2009) : En analysant 20 tentatives de réforme structurelle menées dans 10 pays de l'OCDE, ce rapport examine pourquoi certaines de ces réformes politiques sont appliquées et d'autres non. Les études de cas illustrent un large éventail de tentatives de réformes portant sur les pensions. La double approche analytique – à la fois quantitative et qualitative – est particulièrement instructive pour les responsables politiques qui conçoivent, adoptent et mettent en application des réformes politiques structurelles.

Perspectives de l'OCDE sur les pensions privées 2008 : Cet ouvrage guide les lecteurs à travers le paysage en évolution du financement des retraites. L'édition 2008 contient un dossier spécial sur les conséquences de la crise financière pour les pensions privées, ainsi que des analyses internationales approfondies des systèmes de pension privés dans les pays de l'OCDE et certains pays hors OCDE. La publication se concentre sur le rôle des fonds de pension, tout en fournissant des éléments sur les fonds de réserve pour les retraites des régimes publics, qui complètent le financement des systèmes de sécurité sociale.

Improving Financial Education and Awareness on Insurance and Private Pensions (2008) : Alors que les régimes de retraite publics sont sous pression et que les pensions privées sont exposées au risque, les particuliers doivent faire face à un nombre croissant de risques financiers, en particulier ceux liés à leur retraite. Ce livre analyse le degré de conscience du risque qu'ont les consommateurs et décrit les pratiques exemplaires que les pouvoirs publics pourraient mettre en place pour améliorer la prise de conscience des consommateurs et l'éducation sur les questions d'assurance et de pensions privées.

Autre lecture conseillée

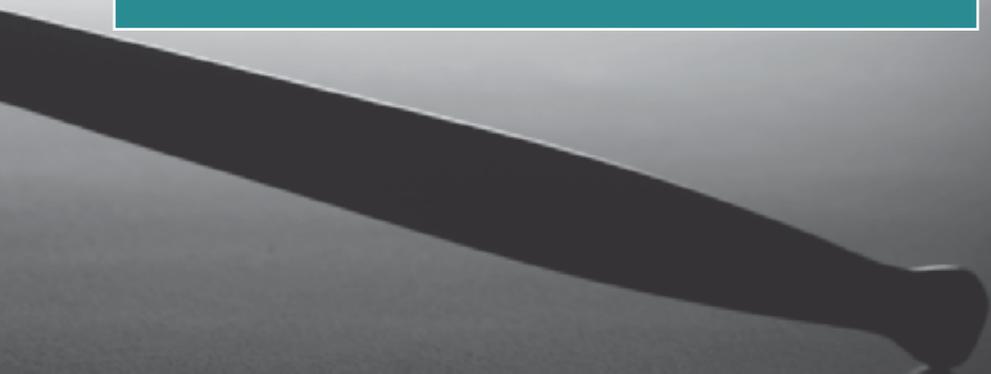
Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, P. Antolín et F. Stewart (2009), *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, n° 36, Éditions de l'OCDE.

6



Beaucoup sont d'avis que la crise et la récession ont révélé des trous béants dans les règles de l'économie mondiale. Les marchés financiers sont à l'évidence le domaine privilégié pour de nouvelles réglementations, mais d'autres secteurs font également l'objet d'une attention croissante, notamment la fiscalité et même les valeurs de base du capitalisme.

De nouvelles
règles pour un
nouveau monde ?



En guise de préambule...

Pour paraphraser William Shakespeare, y a-t-il quelque chose de pourri au royaume du capitalisme ? Beaucoup semblent le croire à la suite de la crise financière. Selon un sondage commandé par le Service mondial de la BBC et mené dans 27 pays, seule une personne sur dix environ estime que le capitalisme fonctionnait bien. Le chiffre dépasse une personne sur cinq dans seulement deux pays, les États-Unis (25 %) et le Pakistan (21 %).

Mais, si peu satisfaits qu'ils soient du capitalisme, peu de gens souhaitent qu'on s'en débarrasse purement et simplement : moins d'une personne sur quatre y est favorable. Cependant, les gens veulent du changement, c'est-à-dire des réformes et des réglementations qui permettront de contrôler les pires excès du capitalisme.

De nombreux leaders politiques partagent ce point de vue. En 2009, la chancelière allemande Angela Merkel et le premier ministre néerlandais d'alors, Jan Peter Balkenende, écrivaient : « Le système financier s'est globalisé à un rythme sans précédent au cours des dernières décennies, et il est clair que les divers systèmes de règles et de supervision n'ont pas suivi. » Aux États-Unis, le président Barack Obama déclarait : « Nous avons besoin de règles de conduite fortes pour prévenir le genre de risques systémiques que nous avons vus. » Et Gordon Brown, l'ancien premier ministre britannique, soutenait : « Au lieu d'une mondialisation menaçant de devenir sans valeurs et sans règles, nous avons besoin de règles globales communes fondées sur des valeurs globales communes. »

 Quelle forme ces règles et ces valeurs devraient-elles prendre ? Comment encadrer au mieux le pouvoir qu'a le capitalisme de générer de l'innovation et de satisfaire nos besoins matériels, tout en minimisant sa tendance à dérailler de temps en temps ? Dans ce chapitre, nous examinerons certains aspects des réformes et des réglementations qui se sont dégagés depuis le début de la crise. Nous nous focaliserons sur trois questions principales :

- la réglementation des marchés financiers ;
- la lutte contre la fraude fiscale ;
- la création d'une « norme mondiale » de comportement éthique.

Que faut-il pour réglementer les marchés financiers ?

Dans la Rome antique, le juge Lucius Cassius était appelé à trancher certains cas complexes. Pour aller jusqu'au fond d'une affaire, on rapporte qu'il posa une simple question : *cui bono* ? À qui cela profite-t-il ? Deux millénaires plus tard, dans un contexte différent, c'est la question qu'on pose au sujet du système financier mondial.

À un certain niveau, nous bénéficions tous du système financier. Nos économies modernes sont complexes et ne pourraient pas exister s'il n'y avait pas d'institutions telles que les banques : elles sont au cœur du système des paiements, abritent l'argent en toute sécurité et font le pont entre ceux qui ont de l'argent à prêter et ceux qui ont besoin d'en emprunter. De même, sans marchés boursiers, les entreprises peineraient à réunir des fonds ; sans marchés des produits de base, les consommateurs n'auraient aucune certitude sur les prix futurs des produits de première nécessité ; et sans système de taux de change, les échanges internationaux s'enrayeraient.

Mais cela ne signifie pas que nous bénéficions tous de tout ce que font les marchés financiers. Par exemple, ils facilitent la spéculation, c'est-à-dire l'achat et la vente d'actifs dans le but d'en tirer des profits rapides, au lieu de les conserver à titre d'investissement à long terme. En soi, la spéculation n'est pas nécessairement une mauvaise chose : elle assure qu'il y a presque toujours quelqu'un pour acheter ou vendre sur un marché, ce qui garantit une liquidité essentielle. Mais elle peut avoir de graves inconvénients si elle gonfle artificiellement les prix des actifs. Une fois qu'elles se sont formées, de telles bulles ont tendance à éclater.

Ces dernières décennies, la spéculation s'est considérablement accrue grâce à des « innovations financières » telles que les obligations adossées à des actifs (CDO) et les couvertures de défaillance (CDS) évoquées au chapitre 2. Leurs partisans avancent qu'elles permettent une grande diversification du risque, autrement dit que les investisseurs n'ont pas à mettre tous leurs risques dans le même panier. Mais selon Paul Volcker, l'ancien directeur de la Réserve fédérale américaine – la banque centrale des États-Unis –, les guichets automatiques sont la seule innovation financière des dernières décennies qui a vraiment bénéficié à la société.

Les avancées technologiques qu'utilisent les marchés financiers ont aussi été scrutées de près. Par exemple, les transactions boursières assistées par ordinateur permettent d'acheter et de vendre des actions et des produits financiers dérivés en à peine 300 microsecondes – plus

vite qu'un battement de paupière. Les traders recourent à ce type de systèmes pour tirer parti d'infimes variations de prix sur les marchés. À l'échelle d'une action ou d'une obligation, cela peut ne rapporter qu'un petit 1 précédé d'une multitude de 0 après la virgule, mais cela s'additionne lorsqu'il s'agit d'un ordre de bourse valant 1 million ou 100 millions de dollars. *Cui bono* ? Là encore, les partisans de ces approches disent qu'elles accroissent la liquidité sur les marchés. D'autres n'en sont pas si sûrs. « Il reste difficile de croire que cela ajoute grand-chose à l'efficacité avec laquelle l'économie réelle assure et améliore notre niveau de vie », a écrit le prix Nobel Robert Solow.

Selon certains observateurs, le système financier serait scindé en deux : d'un côté, les activités nécessaires qui procurent des bénéfices économiques plus larges ; de l'autre, ce que certains comparent à un casino. (Pour être juste à l'égard des casinos, au moins les risques y sont-ils répartis de façon homogène et peuvent-ils être calculés précisément, ce qu'on ne peut pas dire des marchés financiers.) Que cette métaphore soit juste ou non, il est peu douteux que, sous sa forme actuelle, le système financier contribue à l'insécurité financière. Il suffit de penser à l'effondrement financier actuel et à nombre d'incidents antérieurs tels que la crise asiatique de 1997 ou la bulle technologique de la fin des années 90. Nos économies affaiblies ne peuvent pas se permettre un autre effondrement de ce type : de nouvelles règles s'imposent.

Une réglementation : dans quel but ?

À quoi ressemblerait un système financier « reréglementé » ? Le Conseil de stabilité financière, un forum international regroupant des autorités financières nationales, qui a remplacé le Forum de stabilité financière à la suite de la crise, a défini ce qu'il estime être trois objectifs-clés.

Objectif 1 : Rendre les systèmes financiers moins procycliques : Comme nous l'avons expliqué au chapitre 3, les économies suivent habituellement des cycles marqués par l'alternance de phases de croissance et de ralentissement. Ces hauts et ces bas ressemblent aux mouvements d'un enfant assis sur une balançoire. Qu'arrive-t-il s'il est téméraire ? Il est probable qu'il se penchera vers l'avant lorsque la balançoire montera et vers l'arrière lorsqu'elle descendra. Il ignore sans doute le terme, mais, en amplifiant ainsi l'oscillation de la balançoire, il se comporte de façon « procyclique ». C'est très amusant, jusqu'à ce qu'il tombe.

La relation entre les systèmes financiers et l'économie réelle a connu un phénomène similaire. Quand l'économie allait bien, les banques se sont montrées plus disposées que jamais à accorder des prêts, souvent à des personnes qui n'auraient eu aucune chance d'en obtenir un auparavant, ce qui a contribué à alimenter une bulle des prix de l'immobilier. Mais elles ont cessé d'en accorder quand les choses se sont gâtées. (Comme l'a écrit le poète Robert Frost : « La banque, c'est un endroit où l'on vous prête un parapluie quand il fait beau et où on vous le réclame quand il se met à pleuvoir. ») Les entreprises qui commençaient à souffrir du ralentissement ont soudain dû faire face à un problème supplémentaire : elles ne pouvaient plus emprunter. Au marasme économique général s'ajoutait un risque accru de faillite. À l'image de l'enfant téméraire sur sa balançoire, le système financier peut accentuer les hauts et les bas naturels de l'économie. Par conséquent, les chocs sont plus durs en cas de chute.

La révision de la réglementation visera à atténuer cet effet, par exemple en rendant plus difficile l'octroi de prêts bancaires lorsque l'économie va bien et en le facilitant lorsqu'elle va mal, ce qu'on pourrait obtenir en modifiant les exigences de fonds propres des banques. Comme nous l'avons expliqué au chapitre 2, en termes simples, les montants qu'une banque peut prêter sont limités par le capital dont elle dispose : plus son matelas de fonds propres est important, plus elle pourra accorder de prêts, et inversement. De nouvelles règles pourraient exiger des banques qu'elles constituent un matelas de fonds propres en phase d'expansion, tout en leur permettant de revenir à un niveau minimum en phase de ralentissement.

Objectif 2 : Limiter l'effet de levier : L'effet de levier, qui tire son nom d'une des grandes inventions de l'homme, signifie pour l'essentiel emprunter pour investir. Pour comprendre son fonctionnement, retournons dans la cour de récréation, et, après la balançoire, intéressons-nous au jeu de bascule (un levier). L'enfant s'assoit à un bout de la planche et, à l'autre bout, son père imprime une légère poussée qui suffit à soulever l'enfant sans le moindre effort. Tel est le pouvoir de l'effet de levier : un petit effort peut entraîner un grand résultat. Il en va de même en économie : vous empruntez une petite somme (ou une grosse) et vous l'investissez si intelligemment que le rendement couvre amplement le coût du prêt et vous procure une belle prime.

En période faste, l'effet de levier peut être un moyen efficace de s'enrichir. Mais quand l'économie se retourne, il peut réduire un capital à néant et créer des dettes colossales. C'est ce qui est arrivé aux banques durant la crise financière. Pendant des années, elles avaient trouvé des moyens d'accroître leur effet de levier et investi dans des instruments complexes comme les titres adossés à des créances hypothécaires. Les banques recourant à des filiales étrangères et à des transactions complexes, il était fréquent que cet effet de levier accru n'apparaisse pas clairement dans leur bilan. Autrement dit, les autorités de réglementation et les investisseurs – et parfois même les directeurs des banques – ne réalisaient pas à quel point les banques prenaient des risques. Lorsque les saisies hypothécaires se sont multipliées aux États-Unis et ailleurs dans le monde, les investissements des banques sont devenus de plus en plus discutables. Les choses allaient mal, mais l'ampleur de l'effet de levier les a encore aggravées.

Gérer le risque

La nouvelle réglementation financière doit donc cibler les ratios de levier financier des banques. Mais elle doit également s'intéresser de très près aux raisons pour lesquelles les banques se sont dans un premier temps permis de prendre des risques aussi considérables et, de façon plus générale, à la façon dont elles gèrent les risques. En théorie, elles avaient tous les outils nécessaires pour le faire, notamment des modèles mathématiques extrêmement complexes. Or, dans la pratique, leur gestion des risques a échoué. Dans une certaine mesure, il s'agissait d'une question d'ordre technique – malgré leur complexité, les modèles informatiques n'étaient pas toujours justes –, mais il y avait également une dimension humaine. Les exemples sont légion. Dans de nombreuses banques, les gestionnaires de risques étaient loin d'avoir le même statut que les traders de haut-vol, et c'est encore le cas : pour des équipes de traders mieux payés et souhaitant repousser les limites des risques, il était donc facile de les négliger et de les ignorer, voire de s'assurer leurs services. La rémunération des dirigeants a également joué (voir l'encadré).

« Le témoignage de l'ancien responsable des risques à la banque britannique HBOS [...] donne l'image de dirigeants peu soucieux de la gestion des risques dans leur course effrénée à l'expansion des activités hypothécaires. »

*Grant Kirkpatrick, OECD Journal: Financial Market Trends,
Vol. 2009/2*

L'effet de levier : mode d'emploi

Sur les marchés financiers, l'« effet de levier » peut avoir plusieurs sens. Dit simplement, il expose toujours les investisseurs à un risque plus important. Comme l'a écrit la journaliste Gillian Tett : « Si le pari réussit, les rendements sont considérables ; s'il échoue, les pertes le sont également. »

L'effet de levier n'est pas l'apanage du monde très fermé de la haute finance. Le commun des mortels y recourt également. Prenons l'exemple de deux amis : Claire, de tempérament prudent, et Leo, plus porté sur l'effet de levier. Claire vient d'hériter de 100 000 dollars de sa grand-mère et décide d'acheter une maison valant exactement cette somme (elle ne fait aucun emprunt, son ratio de levier financier est donc de 0). Leo ne veut pas être en reste et décide d'acheter la maison voisine. Comme ses économies (ou son capital) s'élèvent à 10 000 dollars, il va à la banque, explique sa situation et, à son plus grand bonheur, on lui accorde un prêt hypothécaire de 90 000 dollars à un taux annuel de 5 % (son ratio de levier financier est d'environ 9 pour 1).

Un an plus tard, le marché immobilier s'est envolé, et les deux amis décident de vendre leur maison ; chacune vaut à présent 130 000 dollars. Pour un investissement initial de 100 000 dollars, Claire empoche 30 000 dollars supplémentaires, un beau dividende de 30 %. Qu'en est-il de Leo ? Sur les 130 000 dollars que la vente lui rapporte, il doit rembourser les 90 000 dollars qu'il a empruntés, plus les 4 500 dollars d'intérêts annuels qu'il doit à la banque, ce qui laisse dans ses poches 25 500 dollars (plus les 10 000 dollars qu'il avait au départ), soit un bonus astronomique de 255 %.

Imaginons maintenant que le prix de l'immobilier a chuté et que, un an plus tard, les maisons se vendent seulement 70 000 dollars. Les deux amis décident de quitter le marché aussi vite que possible plutôt que de s'exposer à des pertes plus importantes. Sur son investissement initial de 100 000 dollars, Claire n'a plus que 70 000 dollars, soit 70 % de son capital. Pour Leo, les choses vont beaucoup plus mal : à la fin de l'année, il doit 94 500 dollars à sa banque (le montant de son emprunt plus les intérêts) ; la vente de sa maison ne lui ayant rapporté que 70 000 dollars, il lui manque donc 24 500 dollars ; de plus, son capital initial a disparu. De fait, Leo est en faillite.

Il y avait également de très graves défaillances du gouvernement d'entreprise. Les évaluations des risques transmises aux dirigeants n'étaient pas toujours réalistes, et ils n'étaient pas nécessairement informés des décisions stratégiques prises par les gestionnaires concernant l'exposition aux risques. Et même lorsqu'on leur transmettait l'information pertinente, ils ne la comprenaient pas toujours. C'est inquiétant, mais pas surprenant : les marchés financiers

modernes sont extrêmement complexes, et rares sont les personnes capables d'en saisir toutes les subtilités, non seulement dans les conseils d'administration, mais aussi au niveau des cadres. En outre, certains avertissements n'ont pas été pris en compte. Ainsi, au Royaume-Uni, les dirigeants de la banque Northern Rock ont reconnu avoir lu début 2007 des rapports officiels avertissant de risques d'illiquidité (situation où une banque n'a pas les fonds nécessaires pour faire face à ses engagements immédiats), mais ne pas en avoir tenu compte.

La réglementation révisée devra imposer des normes de gouvernement d'entreprise plus strictes, mais elle ne peut pas aller plus loin. Les dirigeants doivent également revoir en profondeur leur comportement, prendre conscience à la fois de tout le sérieux qu'exige leur tâche et de leur responsabilité à l'égard des actionnaires, des créanciers et de la société dans son ensemble. Niall Fitzgerald, l'ancien directeur général d'Unilever, qui a également dirigé une banque, résumait ainsi le défi lancé avant la crise aux dirigeants des banques – et cela vaut encore aujourd'hui : « Vous devez vous poser la question suivante : saviez-vous ce que l'institution faisait et quelles étaient toutes les conséquences de ce qu'elle faisait ? Si vous le saviez, vous étiez complice de cette imprudence. Et si vous ne le saviez pas, alors vous ne pouvez pas vous être convenablement acquitté de votre tâche de directeur. »

Objectif 3 : Pénaliser les erreurs – Ironie de la crise financière, l'ère où les banques et les institutions financières jouissaient d'une liberté sans précédent de se réguler elles-mêmes a abouti à des interventions massives de l'État. Vu de l'extérieur, les institutions financières semblaient ravies de pouvoir agir à leur guise tant qu'elles gagnaient de l'argent, mais elles se sont hâtées de demander l'aide de l'État lorsque les choses ont tourné au vinaigre. Et la facture a été salée pour les contribuables : selon les estimations de l'OCDE, les gouvernements ont pris des engagements dépassant 11 000 milliards de dollars pour soutenir les banques et les institutions financières en difficulté (ces engagements correspondent au pire scénario, et non aux dépenses réelles).

Pour de nombreux observateurs, ce sauvetage n'est pas le résultat ponctuel de la récente crise financière, mais s'inscrit dans une tendance à long terme. Si les banques sont venues en aide à l'État pendant des siècles, « les rôles se sont peu à peu renversés depuis 200 ans, l'État devenant le prêteur de dernier recours des banques », selon un article co-écrit par Andrew Haldane, de la Banque d'Angleterre. Même si les États ont répété à l'envi « plus jamais », laisser les faillites bancaires se propager présente des risques si grands

que « ces déclarations manquent de crédibilité. Les acteurs du marché le savent et réagissent de façon rationnelle en doublant leur mise, ce qui accroît le coût des crises à venir. Et plus les coûts sont élevés, moins il est crédible de dire “plus jamais”. C’est un cercle vicieux. »

Comme l’a notamment décrit Nouriel Roubini, consultant et professeur d’économie très en vue, il s’agit d’un système où « les profits sont privatisés et les pertes socialisées ». Autrement dit, les banquiers arrivent à conserver leurs gains en période faste, mais ce sont les contribuables qui paient l’addition quand les choses vont mal. Une telle situation soulève à l’évidence de graves questions d’équité et de justice sociales. Même indépendamment de ces questions, la crise a souligné le rôle que joue l’« aléa moral » : si les gens ne paient pas le prix de leurs erreurs, rien ne les incite à ne pas continuer à les commettre.

Le problème, pour les gouvernements, c’est que les banques sont devenues de plus en plus vulnérables à la faillite, mais qu’il est aussi devenu de plus en plus dangereux de les laisser s’effondrer. Comme nous l’avons vu, ces dernières décennies, de nombreuses banques sont en réalité devenues des entités doubles : d’une part, une banque « traditionnelle » qui reçoit les dépôts et accorde des prêts ; d’autre part, une banque d’affaires, bien plus encline au risque, qui s’occupe d’actions. Dans bien des cas, on considère aujourd’hui que de telles banques sont « trop grandes pour faire faillite ». En réalité, cela renvoie moins à leur taille qu’à leur nature et au risque que leur effondrement entraîne une défaillance systémique du système bancaire (certains préfèrent dire qu’elles sont « trop complexes pour faire faillite »).

Les banquiers sont-ils trop payés ?

Début 2010, devant un comité parlementaire à Londres, Stephen Hester, le directeur général de la Banque royale d'Écosse, est gêné d'évoquer sa rémunération globale (potentiellement 15 millions de dollars sur trois ans) : « Si vous demandiez à mes parents ce qu'ils en pensent, ils vous diraient que c'est beaucoup trop. »

La rémunération des banquiers est l'une des questions les plus embarrassantes soulevées par la crise financière. Les chiffres ont de quoi laisser bouche bée : Charles Prince aurait reçu 100 millions en quittant Citibank et Stan O'Neal 161 millions en partant de Merrill Lynch. Cependant, en termes de réglementation financière, la valeur absolue de ces rémunérations est moins révélatrice que leur composition et la façon dont elles influent sur le comportement des employés.

Le salaire fixe ne constitue qu'une petite partie de la rémunération des grands de la finance : selon certaines études, en 2006, il représentait environ 25 % des revenus des directeurs généraux des banques européennes et à peine 6 % pour leurs homologues américains. Le reste provient généralement de primes en argent liées à la performance, d'actions et d'options sur actions (qui permettent à leur détenteur d'acheter des actions à une date et un prix fixés à l'avance).

En quoi cela peut-il influencer sur le comportement des employés ? Les primes, par exemple, sont déterminées en fonction des performances de la banque au cours des six ou 12 derniers mois. Elles peuvent donc encourager les banquiers à se préoccuper davantage des profits à court terme que de la stabilité à long terme. Et elles peuvent encourager à prendre plus de risques. Prenons l'exemple d'un trader dont la prime repose sur les profits que génèrent ses opérations : il n'y a pas de plafond à cette prime, mais son plancher n'est que de zéro ; autrement dit, il n'obtient aucune prime, mais rien n'est déduit de son salaire de base. Plus le profit est élevé, plus sa prime augmente. Cependant, en cas de perte, et quelle qu'en soit l'ampleur, sa pénalité reste nulle – même s'il peut très bien perdre son emploi. Il est donc gagnant si ses paris sont couronnés de succès, mais ce sont la banque et les actionnaires qui paient s'il accumule les pertes.

On a proposé différentes approches pour restructurer la rémunération des dirigeants. Si les détails diffèrent, plusieurs idées reviennent. Par exemple, la rémunération ne devrait pas encourager les employés à prendre des risques excédant le niveau de prise de risque accepté par la banque. Elle devrait également permettre d'aligner les intérêts des employés avec les préoccupations à long terme des actionnaires. Elle devrait traduire la performance globale de l'entreprise, et pas seulement celle des individus. Enfin, elle ne devrait pas récompenser à court terme des employés qui prennent des risques dont les conséquences pourraient n'apparaître qu'à long terme.

« On pourrait définir une banque trop « grande pour faire faillite » comme une banque qui a crû de telle sorte que sa faillite aurait des conséquences systémiques. »

Adrian Blundell-Wignall, Gert Wehinger et Patrick Slovik,
OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2009/2

Ce risque est réel pour deux raisons principales. Premièrement, les banques s'appuient généralement sur des capitaux assez faibles. C'est habituellement tolérable pour les banques traditionnelles, car elles sont en mesure de couvrir leurs pertes même lors d'un ralentissement (dans le cas contraire, les déposants étant assurés pour des montants significatifs dans la plupart des pays, la faillite d'une banque ne devrait pas menacer le système bancaire dans son ensemble). Cependant, pour les banques d'affaires, l'effet de levier peut grandement amplifier les pertes, comme nous l'avons vu dans la section précédente. Lorsqu'une banque porte deux chapeaux, les pertes subies par sa structure affaires peuvent menacer sa structure traditionnelle. Deuxièmement, en échangeant des titres et des produits dérivés, les banques d'affaires se retrouvent généralement prises au cœur d'un vaste réseau d'obligations contractées avec d'autres entités financières : banques, compagnies d'assurance, fonds spéculatifs d'investissement, etc. Comme c'est arrivé lors de la crise financière, il suffit qu'une seule d'entre elles fasse faillite pour que tout le système en ait des sueurs froides.

Abandonner les banques à leur sort ?

Pour devenir plus efficace, la réglementation financière doit réduire l'aléa moral. Autrement dit, les banques et les autres institutions financières doivent pouvoir faire faillite sans entraîner avec elles l'ensemble du système bancaire. Différentes approches ont été proposées pour qu'un tel cas de figure puisse se produire. Par exemple, on pourrait exiger des banques importantes d'un point de vue systémique qu'elles fassent un « testament » exposant la façon dont on pourrait les démanteler en toute sécurité en cas de faillite. Selon ses partisans, cette exigence les forcerait à clarifier leur structure juridique et à séparer leurs diverses activités. Une autre approche passerait par une législation du même ordre que le Glass-Steagall Act, adopté aux États-Unis en 1933, qui avait créé deux types de banques : banques de dépôts et banques d'affaires. Beaucoup estiment que son abrogation en 1999 a contribué à l'apparition de la crise financière.

Une proposition avancée par l'OCDE consiste à regrouper les opérations menées par chaque banque dans une « structure de *holding* passive ». Cette société-mère pourrait lever des capitaux en bourse et les investir – en toute transparence – dans ses filiales bancaires, qui seraient des entités juridiques distinctes. Comme elles feraient toutes parties du même groupe, ces filiales pourraient réduire leurs coûts en les partageant dans des domaines tels que le calcul informatisé, les systèmes technologiques et les opérations de back-office. Mais chacune étant une entité distincte, elles seraient protégées d'une faillite survenant au sein du groupe. En période de crise, la société-mère ne serait pas autorisée à transférer des capitaux d'une filiale à une autre, par exemple de l'entité dépôts vers l'entité affaires. Si l'entité affaires faisait faillite, elle pourrait disparaître sans entraîner avec elle l'ensemble de la banque. Dans une structure de ce genre, de telles faillites devraient en outre devenir plus rares. Les divers stocks de capital de la banque étant séparés, les investisseurs connaîtraient la santé financière de chaque filiale et pourraient ainsi évaluer les risques de façon plus précise.

Où en est la réglementation financière ?

À travers le monde, les gouvernements suivent diverses approches en matière de réglementation financière. Des organisations intergouvernementales, comme la Banque des règlements internationaux et le Conseil de stabilité financière, ont proposé de nouvelles règles et lignes directrices, tandis que l'OCDE a présenté un cadre général pour la réglementation financière. Le G20, également actif, est convenu en 2009 d'une série d'engagements visant à renforcer la réglementation. Certains d'entre eux ont déjà fait leur chemin dans des lois nationales telles que le Dodd-Frank Act adopté aux États-Unis en juillet 2010.

À défaut de pouvoir examiner ici en détail toutes les propositions de réformes, voyons quelques-uns des grands thèmes qui s'en dégagent :

- Améliorer la transparence : une plus grande clarté s'impose concernant le degré d'exposition au risque des banques (dans leur bilan et hors-bilan), tout comme leurs liens avec des entités *offshore* et des structures de titrisation.
- Accroître la surveillance : les banques centrales et les autres autorités de réglementation devraient améliorer leur surveillance des banques et institutions financières, des agences de notation et des fonds spéculatifs d'investissement, tout en mettant sur pied des systèmes d'alerte précoce.

- Réviser les règles touchant le capital et les liquidités : les banques devraient avoir une meilleure assise capitalistique et des réserves de liquidités plus importantes (les ressources mobilisables pour des besoins de financement à court terme).
- Renforcer la gestion des risques et le gouvernement d'entreprise : on devrait accorder aux gestionnaires de risques une plus grande responsabilité et une influence accrue sur la direction. Les dirigeants devraient être mieux formés, indépendants, et, comme le suggère un rapport de l'OCDE, faire preuve d'« un «scepticisme sain» lorsqu'ils évaluent les stratégies, les politiques et les procédures de la banque ».
- Corriger la rémunération des dirigeants : la rémunération des banquiers devrait les encourager à donner la priorité à la croissance à long terme et à la stabilité, plutôt qu'aux profits à court terme plus risqués.
- Ne plus avoir d'institutions « trop grandes pour faire faillite » : les banques ou les entités des banques qui font faillite devraient être en mesure de cesser leurs activités sans que cela affecte l'ensemble du système financier.
- Définir des normes comptables mondiales : des organes nationaux et internationaux devraient définir des règles visant à établir des normes mondiales de haute qualité. Par exemple, de telles règles permettraient de définir et de mesurer les fonds propres des banques de la même manière partout dans le monde, ce qui accroîtrait la transparence.

Cette liste ne fait qu'effleurer ce qui est en cours et ce qu'il est nécessaire de faire. On pourrait y ajouter les propositions visant à créer une « chambre de compensation » centrale pour les échanges de produits financiers dérivés, tels que les couvertures de défaillance, dont le but serait d'accroître la transparence. On pourrait aussi évoquer les moyens de protéger les consommateurs dans le labyrinthe financier : par exemple, des agences spécialisées sont-elles nécessaires ? une meilleure éducation financière peut-elle aider les consommateurs à mieux comprendre les risques et les bénéfices d'investissements tels que les prêts hypothécaires ?

La réglementation financière a également une dimension internationale essentielle. Par définition ou presque, les plus grandes banques sont aujourd'hui des banques mondiales. Cela pose des défis particuliers aux réglementations nationales et souligne l'utilité d'une approche internationale à la fois cohérente et complète. Elle réduirait la possibilité que les banques exploitent à leur profit les bizarreries et les failles des réglementations nationales. Mais elle devrait également

les amener à consacrer davantage de ressources à leurs activités de base, comme les dépôts et les prêts, et à mettre en place des approches efficaces en matière de gestion des risques et de gouvernement d'entreprise.

Comment s'attaque-t-on à la fraude fiscale ?

Il se peut qu'un paradis fiscal évoque pour vous une île ensoleillée où il n'existe pas d'impôts et où la plupart des entreprises se résument à une plaque en laiton dans le bureau d'un avocat. La description qu'en donne *The Economist* est à peine moins ironique : « un pays – ou une zone désignée – doté d'une fiscalité faible ou nulle, ou de banques très cachottières, et souvent d'un climat chaud et de plages de sable, ce qui le rend attrayant pour les étrangers portés sur l'évasion et même la fraude fiscale ».

Il n'est pas certain que ces lieux resteront aussi attrayants à l'avenir. Entre autres effets secondaires, la crise a débouché sur une nouvelle détermination des gouvernements à mettre un terme à la fraude fiscale. En avril 2009, lors de la réunion du G20 de Londres, les chefs d'État se sont engagés à « sévir contre les administrations qui ne coopèrent pas, y compris les paradis fiscaux » et ont déclaré : « l'ère du secret bancaire est derrière nous ».

À certains égards, cette détermination toute nouvelle peut sembler surprenante : si le rôle joué par les paradis fiscaux dans le déclenchement de la crise reste discuté, ils ont à tout le moins facilité l'appétit immodéré des banques pour le risque. En outre, leur existence et les problèmes qui en découlent sont bien connus depuis de nombreuses années. Dès 1998, l'OCDE définissait les caractéristiques des paradis fiscaux, et, deux ans plus tard, elle rendait publique une liste de juridictions correspondant selon elle à ces critères.

Ces dernières années, la situation des paradis fiscaux est devenue de plus en plus intenable. Début 2008, grâce à des données provenant d'une banque du Liechtenstein, la police allemande a enquêté sur de riches Allemands soupçonnés de frauder le fisc en utilisant des comptes bancaires dans cette petite principauté européenne. Évoquant l'ampleur du phénomène, la chancelière Angela Merkel a déclaré que la fraude fiscale dépassait ce qu'elle aurait pu imaginer. Pour sa part, le département de la Justice des États-Unis est en train d'appliquer un accord passé avec la banque suisse UBS visant à révéler les noms de près de 5 000 de ses clients soupçonnés de se soustraire au fisc américain.

Comme l'ont montré de tels incidents, l'échange de renseignements entre les administrations fiscales est essentiel pour s'assurer du paiement des impôts. Cet enjeu est devenu plus important encore dans le sillage de la crise. Les gouvernements de nombreux pays ont accumulé des dettes importantes, tout en s'efforçant de maintenir à flot les marchés financiers et l'économie dans son ensemble. Simultanément, le recul de l'activité économique a entamé leurs rentrées fiscales : la chute de la demande entraîne une baisse des profits des entreprises, d'où une baisse de l'impôt sur les sociétés, tandis que la hausse du chômage réduit le nombre de personnes soumises à l'impôt sur le revenu. C'est une raison supplémentaire pour que les gouvernements soient de plus en plus déterminés à s'assurer qu'on leur verse bien l'intégralité des impôts qui leur sont dus.

« À l'heure où les gouvernements du monde entier ont besoin des rentrées fiscales pour s'attaquer à la crise économique, il est plus important que jamais de lutter contre la fraude fiscale internationale. »

OECD's Current Tax Agenda

Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?

Qu'est-ce qu'un paradis fiscal, au juste ? Pour mettre cette notion en perspective, il est intéressant d'examiner la définition donnée par l'OCDE en 1998. Elle repose sur quatre critères :

- des impôts insignifiants ou inexistants : les revenus qui seraient soumis à l'impôt dans la plupart des pays – comme les salaires, les profits ou les loyers – ne sont pas imposés ou le sont à peine ;
- l'insuffisance des échanges de renseignements en matière fiscale : les autorités des autres juridictions ne sont pas en mesure de déterminer si leurs propres citoyens cachent de l'argent dans le paradis fiscal ;
- l'absence de transparence : les informations sur les propriétaires et les autres bénéficiaires ne sont pas disponibles ou pas accessibles ;
- l'absence d'activités substantielles : la présence d'une entreprise ou d'un individu est seulement juridique, et non réelle. Par exemple, un fabricant de chaussures de sport est enregistré dans un paradis fiscal où il ne produit rien et d'où il ne distribue rien.

Aujourd'hui, l'accent est mis sur l'échange de renseignements et la transparence, ce qui peut sembler surprenant dans la mesure où

beaucoup de gens assimilent probablement les paradis fiscaux à des lieux où les impôts sont faibles. En réalité, il est important de comprendre que c'est la combinaison de l'absence d'impôts dans une juridiction et du manque d'échanges de renseignements qui permet la fraude fiscale. Les pays seraient en mesure d'imposer de façon adéquate leurs contribuables s'ils étaient informés de leurs actifs et de leurs revenus dans les paradis fiscaux. Qu'une administration fiscale n'impose pas ses propres contribuables, ou ne les impose que faiblement, c'est essentiellement elle que cela regarde. Mais si elle accepte des fonds de contribuables domiciliés dans d'autres administrations fiscales et refuse de répondre aux demandes de renseignements sur ces fonds, cela devient l'affaire de tous.

Et « tous » signifie vraiment *tous*. En effet, tout ce que les gouvernements accomplissent, de la construction des routes aux soins de santé, est payé par les contribuables. Lorsque des particuliers ou des entreprises parviennent à se soustraire aux impôts qu'ils sont légalement tenus de payer, cela se traduit par des impôts plus élevés pour tous les autres. Le coût de la fraude fiscale est plus grave encore dans les pays pauvres, où elle se mesure en termes de manque d'infrastructures de base telles que les écoles et les hôpitaux ainsi qu'en pertes de vies humaines. Selon certaines estimations, les pays en développement perdent au profit des paradis fiscaux l'équivalent de trois fois ce qu'ils reçoivent des pays développés. « Des milliards de dollars seraient disponibles pour financer le développement si les administrations fiscales percevaient les impôts sur les actifs que leur cachent les fraudeurs », selon le Secrétaire général de l'OCDE Angel Gurría.

Qu'est-ce qui a changé ?

Les leaders du G20 ont déclaré qu'ils étaient déterminés à agir contre la fraude fiscale, mais en quoi les choses ont-elles réellement changé ? Le changement le plus important tient peut-être au nombre de juridictions qui prennent et mettent en œuvre des engagements pour échanger des renseignements dans le cadre de la norme internationale définie par l'OCDE. Cela a été en grande partie réalisé grâce au Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales, un organisme lié à l'OCDE mais comportant un nombre de membres bien plus vaste : plus de 90 juridictions (à la mi-2010), dont la quasi-totalité des grands centres financiers mondiaux.

En quoi consiste l'échange de renseignements ? Essentiellement, cela signifie que les administrations fiscales doivent s'assurer de recueillir des renseignements fiables et pertinents, et de les rendre

disponibles sur demande. Elles ne peuvent pas invoquer le secret bancaire ou un intérêt national en matière de fiscalité pour décliner de telles demandes.

Mais cela *ne signifie pas* une divulgation automatique des renseignements. Certains en sont partisans, mais une telle approche présente de réels problèmes. Elle générerait des quantités considérables de données, que de nombreuses juridictions auraient de la peine à gérer. À titre volontaire, certains pays procèdent à des échanges automatiques, et ils en tirent des bénéfices. Cependant, s'ils sont permis par la norme fiscale de l'OCDE, ces échanges automatiques de renseignements ne sont pas obligatoires.

Cette norme assure aussi un degré élevé de protection des droits des contribuables, notamment le droit à la confidentialité. Les juridictions à la recherche de renseignements ne peuvent donc pas lancer de vastes « opérations de pêche », c'est-à-dire collecter des montagnes d'informations, dans l'espoir que certaines pourraient leur être utiles. Elles peuvent seulement demander les renseignements qui sont « vraisemblablement pertinents ».

Pour devenir membres du Forum mondial, les juridictions doivent s'engager à respecter des normes fiscales internationales, ce qui inclut l'échange de renseignements, et à subir un « examen par les pairs », un processus amorcé début 2010 exigeant de se soumettre à un examen mené par d'autres membres du Forum. Tous ses membres – qu'ils fassent partie ou non de l'OCDE – devront subir un tel examen. S'ils ne réussissent pas ce test, ils pourraient s'exposer à des sanctions de la part des autres gouvernements ou d'un groupe de pays (ni le Forum mondial ni l'OCDE n'ont l'autorité pour le faire).

Mais la menace de sanctions est probablement moins déterminante que la dynamique de réforme à l'œuvre depuis quelques années. Selon Andrew Auerbach, un expert de la fiscalité de l'OCDE, « la transparence était autrefois vue comme un désavantage compétitif, mais on la perçoit désormais comme un avantage. Les juridictions veulent adhérer aux normes, et donner cette image, car ne pas le faire est désastreux d'un point de vue compétitif. Comme le G20 en a fait un cheval de bataille et veut des actes, les entreprises et les particuliers se disent : "Se trouver là où les normes ne sont pas respectées, c'est chercher les problèmes." »

Noir, blanc et gris...

Tout au long de l'année 2009, les médias ont beaucoup parlé des listes « noire », « grise » et même « blanche » établies par l'OCDE en matière fiscale. Si ces termes n'ont jamais été reconnus officiellement, ils traduisent bien le processus suivi par l'OCDE : des « rapports d'étape » indiquant les juridictions n'ayant pas pris des engagements suffisants à l'égard des normes nécessaires requises. Ce processus est complexe, mais, dit simplement, il s'agissait d'un test exigeant des juridictions qu'elles démontrent leur engagement à l'égard de l'accord international en matière d'échange de renseignements fiscaux en passant un nombre minimum de conventions d'échange de renseignements avec d'autres juridictions. Le processus a fait l'objet de certaines critiques, certains soutenant que des paradis fiscaux atteignent le nombre requis en signant des accords avec d'autres paradis fiscaux. Il ne s'agissait toutefois que d'une première étape : à présent, le processus d'examen par les pairs va constituer le véritable test pour vérifier si les juridictions respectent leurs engagements.

Vers des normes éthiques mondiales ?

La crise a suscité de nombreuses questions, dont la moindre n'est pas celle qui a trait aux « valeurs » de l'économie mondiale. « À notre avis, écrivaient en 2009 Angela Merkel et Jan Peter Balkenende, il est [...] indispensable que les forces du marché soient contrôlées non seulement à travers des réglementations et une surveillance, mais aussi par un cadre mondial solide de valeurs communes imposant des limites claires aux comportements excessifs et irresponsables. »

La position de la chancelière Merkel sur ces questions mérite d'être soulignée. Elle défend ardemment une « Charte mondiale pour une activité économique durable ». L'idée vise à promouvoir un meilleur équilibre entre les forces du marché et les sociétés au service desquelles elles sont, afin d'assurer « un développement de l'économie mondiale à la fois stable, socialement équilibré et durable ».

La Charte proposée couvrirait un large éventail de questions, notamment la stabilité économique, l'emploi et les politiques sociales, et l'environnement. Le but serait d'élaborer un consensus international en faveur d'un « ensemble de principes globaux liant la liberté économique avec l'obligation de rendre des comptes et la responsabilité, qui seraient les pierres angulaires de l'activité économique ». Le G20 a également fait écho à ces idées en adoptant, en septembre 2009, les « Principes essentiels d'une activité

économique durable », notamment ceux « de la rectitude, de l'intégrité et de la transparence ».

Le Cadre de Lecce

La forme définitive de toute Charte mondiale reste à définir, mais il est probable qu'elle se compose de différentes strates. L'une d'elles pourrait être le « Cadre de Lecce », un ensemble de lignes directrices et de cadres fondé sur les accords existants émanant d'organes tels que l'OCDE. On qualifie souvent ce type d'accords de « droit souple », ce qui signifie qu'ils ne sont pas assortis de sanctions déterminées, telles que des amendes ou des pénalités, mais régis par des processus comme l'examen par les pairs. Dans certains cas, le droit souple peut devenir « rigide » : c'est ce qui arrive lorsqu'un pays adopte des lois ou des réglementations contraignantes en se fondant sur des lignes directrices internationales.

Quels sont les domaines couverts par le droit souple ? Outre la fraude fiscale (voir la section précédente), voici deux exemples de questions auxquelles sont consacrés des accords et des lignes directrices de l'OCDE.

Les pots-de-vin et la corruption – Peu de comportements ont une influence aussi pernicieuse sur les sociétés et les économies. Ils détruisent la confiance placée dans les dirigeants, faussent la concurrence et aboutissent à une mauvaise allocation des ressources. C'est par exemple le cas lorsque des responsables corrompus privilégient des projets très coûteux tels que des barrages ou des centrales électriques, plus propices aux dessous-de-table, au détriment de projets plus utiles comme des écoles ou des hôpitaux.

Un certain nombre d'accords internationaux visent à s'attaquer à ces problèmes, notamment la Convention de l'ONU contre la corruption et la Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption. Certaines dispositions relevant du « droit souple » sont même entrées dans le « droit dur » : de nombreux pays ont intégré dans leurs lois fiscales la non-déductibilité des pots-de-vin versés à des agents étrangers qui figurait dans une recommandation de l'OCDE du milieu des années 90.

Le comportement des entreprises – Comme nous l'avons déjà vu, la crise a révélé l'existence de graves défaillances du gouvernement d'entreprise, les procédures ne réussissant bien souvent pas à prévenir la prise excessive de risques dans les entreprises financières.

« Une fois mises à l'épreuve, les procédures habituelles de gouvernement d'entreprise n'ont pas rempli leur rôle consistant à prévenir la prise excessive de risques dans un certain nombre d'entreprises de services financiers [...] »

Grant Kirkpatrick, *OECD Journal : Financial Market Trends*,
Vol. 2009/1

Pour être efficace, le gouvernement d'entreprise doit porter tout à la fois sur les droits *et* les responsabilités des gestionnaires de l'entreprise, de son conseil d'administration, de ses actionnaires, de ses employés, de ses clients, etc. Les structures, les responsabilités et les procédures doivent être clairement établies, et l'information doit être divulguée avec ponctualité, précision et transparence. Un certain nombre d'accords de l'OCDE portent sur ces questions, notamment les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales

Pierre par pierre

Les versions révisées de tels accords pourraient constituer les fondements de l'approche plus globale défendue par la chancière Merkel et d'autres leaders. Tout comme elle a révélé des défaillances dans le fonctionnement des banques et des entreprises, la crise a mis en lumière la nécessité de mettre à jour certaines réglementations, des règles juridiquement contraignantes jusqu'au droit souple. Ce processus constituera une composante-clé de l'élaboration du Cadre de Lecce.

Et il est probable qu'il se heurte à de nombreux défis. En effet, les gouvernements ne s'entendent pas toujours sur la meilleure façon de réglementer l'économie mondiale, que ce soit à travers des lois contraignantes ou le droit souple. Les pays anglophones, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, ont eu tendance à privilégier une réglementation allégée, tandis que les pays d'Europe continentale, comme l'Allemagne et la France, ont souvent penché pour une approche plus pratique. En outre, certains pays ne sont pas enthousiastes à l'idée de soumettre des secteurs lucratifs comme les services financiers à des réglementations internationales qui, selon eux, pourraient limiter leur capacité à être compétitifs à l'échelle mondiale.

La carotte ou le bâton ?

Autre interrogation : des cadres et des lignes directrices ne s'accompagnant pas de sanctions réelles ont-ils assez de « mordant » pour être efficaces ? Chaque pays a tendance à considérer que sa souveraineté nationale prime dans la plupart des domaines, d'où la lenteur avec laquelle les gouvernements s'engagent habituellement dans des accords juridiquement contraignants. Il en résulte, comme nous l'avons vu, que la gouvernance mondiale emprunte souvent la forme du droit souple.

De telles approches ont leurs avantages et leurs inconvénients. D'une part, en l'absence de sanctions, en particulier à l'égard des entreprises, il existe un risque que les normes mondiales soient seulement formelles. Comme l'explique Kimon Valaskakis, ancien ambassadeur du Canada auprès de l'OCDE et président de la New School of Athens : « La plupart des [organisations intergouvernementales] sont conçues pour assurer la discipline des gouvernements signataires en exerçant sur eux une pression morale ou, dans certains cas, des sanctions, mais pas celle des entreprises, qui ne font l'objet d'aucune réglementation à l'échelle mondiale. Par conséquent, les "cadres" et les "lignes directrices" finissent par ressembler aux bonnes résolutions de Nouvel An, comme arrêter de fumer ou perdre du poids. La plupart ne sont tout simplement pas tenues. »

D'autre part, comme l'a souligné le Secrétaire général de l'OCDE Angel Gurría, « on adhère plus facilement » à des processus dépourvus de sanctions. « S'ils n'ont pas à s'inquiéter d'être accablés de sanctions, les gens n'ont pas besoin de tout scruter à la loupe. » À l'évidence, plus il y aura de gouvernements et d'entreprises à adopter des accords internationaux, plus le potentiel sera grand d'établir des normes mondiales.

Les sanctions (le « bâton ») ne sont pas le seul moyen d'influer sur les comportements. Les incitations (la « carotte ») peuvent également être efficaces. Par exemple, dans des domaines comme les échanges et l'investissement, les pays qui signent des accords internationaux non contraignants peuvent bénéficier d'un traitement plus favorable de la part des autres pays signataires. Au niveau des entreprises, les incitations peuvent également jouer un rôle important dans le changement des comportements. Par exemple, en rendant les primes versées aux dirigeants plus attrayantes sous la forme d'actions à long terme plutôt que d'argent comptant, le système fiscal peut les inciter à rechercher la rentabilité à long terme plutôt que les rendements rapides.

L'avenir en question

La crise a révélé des failles dans notre compréhension de l'économie mondiale. C'est pourquoi on a autant parlé de la nécessité d'établir de nouvelles règles et réglementations. Mais, à sa façon, la crise a également contribué à changer l'économie mondiale, notamment en accroissant considérablement la dette publique de nombreux pays. À certains égards, rien ne sera plus tout à fait comme avant. Alors, quel sera l'impact à long terme de la crise ? Dans le prochain et dernier chapitre, nous examinerons comment la crise continuera à façonner l'économie mondiale et la façon dont nous envisageons celle-ci.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur les **marchés financiers**, visitez www.oecd.org/finance ; sur le **gouvernement d'entreprise**, www.oecd.org/daf, puis « Lessons from the Financial Crisis » ; sur les Principes de gouvernement d'entreprise, www.oecd.org/daf/corporate/principles.

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur la **fiscalité** et la **politique fiscale**, visitez www.oecd.org/taxation, puis cliquez sur le lien « The OECD's Current Tax Agenda ».

Sur le **Forum sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales**, visitez www.oecd.org/tax/transparency.

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur les **pots-de-vin** et la **corruption**, visitez www.oecd.org/corruption.

Pour une introduction aux travaux de l'OCDE sur la création de la **Norme mondiale**, visitez www.oecd.org/globalstandard ; pour accéder au blog sur cette question, ajoutez /blog.

Publications

La crise financière : Réforme et stratégies de sortie (2009) : Entre autres questions, ce livre aborde la réforme de la gouvernance financière, qui vise à assurer un meilleur équilibre entre le risque et la récompense et à restaurer la confiance de l'opinion publique dans les marchés financiers.

OECD Journal: Financial Market Trends : Parmi les articles les plus pertinents : « The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis » (vol. 2009/1) et

« The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do » (vol. 2009/2).

Coopération fiscale : vers l'établissement de règles du jeu équitables : Examen annuel des cadres juridiques et administratifs de la transparence et de l'échange de renseignements fiscaux dans les pays de l'OCDE et de nombreux pays non membres. La dernière édition en date couvre 87 pays.

... AUTRES SOURCES

Fonds monétaire international – Reforming the International Financial System : Cette section du site du FMI rassemble des informations sur les efforts continus menés pour réformer le système financier international www.imf.org/external/NP/EXR/key/quotav.htm.

Conseil de stabilité financière : Créé pour répondre à la crise (mais succédant au Forum de stabilité financière), son rôle est de coordonner les travaux des autorités financières nationales et des organismes internationaux établissant des normes, ainsi que de développer et promouvoir la mise en œuvre de politiques financières efficaces, notamment en matière de réglementation et de surveillance (www.financialstabilityboard.org).

Banque des règlements internationaux : Qualifiée par certains de « banque centrale des banques centrales », la BRI constitue un forum de débats et de discussion, mène des recherches en matière monétaire et économique et établit des normes dans des domaines tels que les exigences de fonds propres, entre autres missions (www.bis.org).

7

Quel que soit le rythme de la reprise, la récession aura des conséquences économiques et sociales à long terme, dont certaines ne seront peut-être pas pleinement visibles avant des années. Afin de réfléchir à certains de ces effets à long terme, ce chapitre pose cinq questions pour l'avenir.

Cinq questions pour l'avenir



En guise de préambule...

Il n'y a sans doute pas d'image plus emblématique de la Grande Dépression des années 30 que la photographie *Migrant Mother* de Dorothea Lange. On y voit une femme épuisée, assise sous une tente en toile grossière, un bébé blotti contre elle et deux autres enfants se reposant contre ses épaules.

Cette femme s'appelait Florence Owens Thompson. Elle traversait la Californie avec sa famille, à la recherche d'un travail, lorsque Dorothea Lange l'a remarquée. « En voyant cette mère affamée et désespérée, j'ai été attirée comme par un aimant, déclara plus tard la photographe. Je ne lui ai pas demandé comment elle s'appelait ni quelle était son histoire. Elle m'a dit qu'elle avait 32 ans et qu'ils se nourrissaient de légumes gelés provenant des champs voisins et d'oiseaux tués par les enfants. »

Quatre-vingts ans plus tard, on chercherait en vain une image qui, à elle seule, témoigne de façon aussi éloquente de notre « Grande Récession ». Ce n'est pas si surprenant. Même si de nombreuses personnes ont perdu leur emploi, et certaines leur maison, nous ne revivons pas les souffrances et les épreuves des années 30. À mesure que nos économies poursuivent leur lent rétablissement, il est même tentant d'imaginer que ce ralentissement sera rapidement oublié et fera figure de petite anomalie dans le cours autrement régulier du progrès économique mondial.

▶ Ce serait tentant, mais dangereux. De la même façon que la Grande Dépression a déterminé la vie d'une génération et modifié la physionomie politique et économique du monde, la récession que nous avons traversée aura des conséquences à long terme. Certaines seront économiques, d'autres seront sociales et d'autres encore ne seront peut-être pas pleinement visibles avant des années. Pour mieux réfléchir à ces impacts à long terme, nous nous poserons dans ce dernier chapitre cinq questions :

- Quel est l'impact économique à long terme ?
- Quand les politiques reviendront-elles à la normale ?
- Y a-t-il un nouvel équilibre mondial ?
- La crise peut-elle devenir une opportunité pour l'économie verte ?
- La science économique doit-elle revoir sa copie ?

Quel est l'impact économique à long terme ?

Ainsi que l'explique M. Micawber dans le *David Copperfield* de Dickens : « Revenu annuel, 20 livres ; dépense annuelle, 19 livres, 19 shillings, 6 pence ; résultat : bonheur. Revenu annuel, 20 livres ; dépense annuelle, 20 livres, 6 pence ; résultat : misère. La fleur est flétrie, la feuille tombe, le Dieu du jour disparaît, et... en un mot, vous êtes à jamais enfoncé comme moi ! »

« Enfoncé » est peut-être un peu fort dans leur cas, mais, en raison des mesures qu'ils ont prises durant cette crise, de nombreux gouvernements ploient plus que jamais sous le poids de la dette et des déficits. (Souvenons-nous qu'il y a un déficit lorsqu'un gouvernement dépense plus qu'il ne gagne pendant une année donnée et que la dette représente l'accumulation des déficits au fil des années.) Cet héritage va probablement rester d'actualité pendant quelque temps, et il pèsera sur le cours des dépenses publiques à venir, notamment la capacité de s'attaquer à des changements d'ordre économique et social tels que le vieillissement démographique.

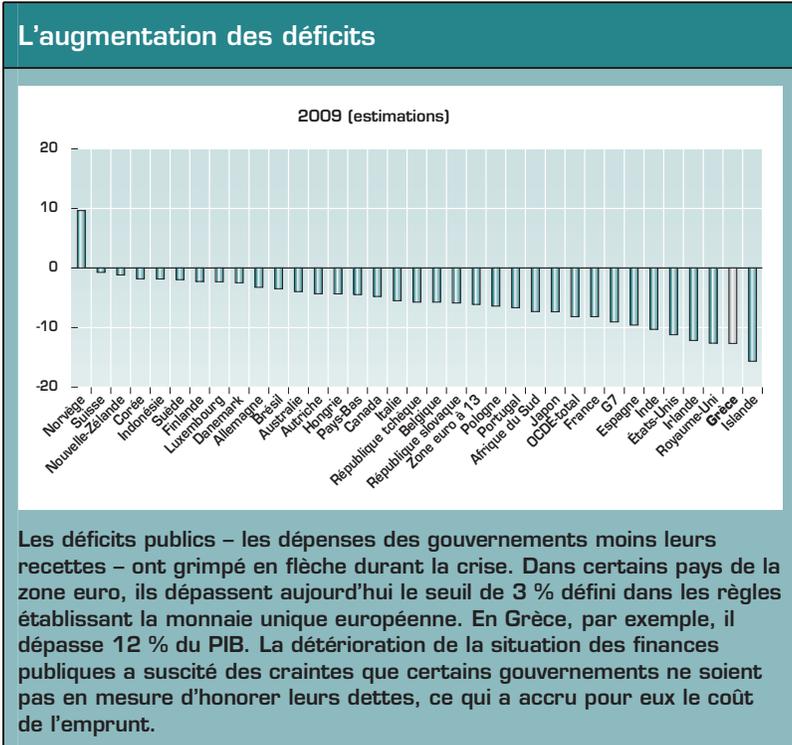
Emprunter à un prix

Au cours de la crise, la dette publique a augmenté de 30 points de pourcentage environ dans les pays de l'OCDE, et, de façon générale, elle avoisine maintenant 100 % de leur PIB. Autrement dit, leurs emprunts équivalent à la totalité de leur production économique annuelle. Les déficits – surveillés de plus près que la dette – se sont aussi aggravés. En 2000, les gouvernements de l'OCDE gagnaient légèrement plus qu'ils ne dépensaient, mais, dès 2009, leurs emprunts annuels moyens représentaient environ 8 % de leur PIB. Selon la plupart des économistes, ces charges accrues sont justifiées : si les gouvernements n'avaient pas réagi aussi vite, nous serions peut-être aujourd'hui plongés dans la Seconde Grande Dépression.

Malgré les avertissements de M. Micawber, une dette n'est pas intrinsèquement une mauvaise chose, ni pour les gouvernements ni pour les particuliers ; il suffit de penser à tous ceux qui souscrivent des prêts étudiants à long terme ou des prêts hypothécaires. Une dette ne devient un problème que si le prêteur commence à se demander si vous pouvez rembourser. Or, la question se pose pour certains pays.

En général, les gouvernements empruntent de l'argent en émettant des obligations sur les marchés monétaires internationaux. Dans un monde de la finance dynamique et de haut vol, ces obligations peuvent sembler un peu insipides : elles mettent longtemps à arriver à

échéance, souvent des décennies, et leurs taux d'intérêt sont assez bas. Cependant, elles sont très sûres, car elles sont garanties par le gouvernement d'un pays, ce qui les rend attrayantes. Mais elles perdent de leur charme si leurs acquéreurs s'inquiètent du « risque de défaut sur la dette souveraine ». Autrement dit, le moment venu, le gouvernement sera-t-il en mesure de rembourser ses dettes ?



Source : *Perspectives économiques de l'OCDE*.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932341955>

Les taux d'intérêt des obligations d'État traduisent ces incertitudes : s'ils ont des doutes sur les perspectives économiques du pays concerné, les acheteurs de ces obligations voudront un rendement plus élevé. Selon des données compilées par le *Wall Street Journal*, en mars 2007, c'est-à-dire avant la crise, la Grèce payait sur ses obligations un taux d'intérêt supérieur d'environ un quart de point au taux allemand. Trois ans plus tard, en mars 2010, à la suite de

l'augmentation marquée des emprunts souscrits par le gouvernement grec, cette prime atteignait 3,25 points de pourcentage (avant d'augmenter encore par la suite). Ainsi, la Grèce devait payer des taux d'intérêt plus élevés pour emprunter de l'argent, ce qui, en retour, accroissait ses besoins d'emprunter.

Il est donc important que les gouvernements soient en mesure de rassurer les marchés sur leur capacité à continuer de payer leurs dettes. Cela ne signifie pas qu'ils doivent réduire la taille de leur dette sur-le-champ. Comme nous le verrons plus loin, la reprise reste relativement faible dans certains pays, et des mesures spéciales de soutien à l'économie resteront nécessaires pendant encore quelque temps. Pour conserver la confiance des marchés, les gouvernements doivent cependant montrer qu'ils sont conscients de ce problème et indiquer la façon dont, au bout du compte, ils planifient d'y remédier.

Comment réduire les déficits ?

En dernière analyse, les gouvernements ont seulement deux options pour s'attaquer au déficit : augmenter les impôts ou réduire les dépenses.

Augmenter les impôts : L'augmentation des impôts, rarement populaire auprès des électeurs, accroît les revenus des gouvernements et réduit donc leur besoin d'emprunter. Hormis les obstacles politiques, il y a cependant des limites à l'ampleur des mesures que peuvent envisager la plupart des gouvernements (même si l'appétit pour les impôts diffère grandement selon les pays). Un niveau d'imposition trop élevé affecte en effet le pouvoir d'achat des consommateurs ainsi que les incitations et la capacité des entreprises à investir. Dans une économie mondialisée, cela peut également amener particuliers et entreprises à s'installer dans des pays où les impôts sont plus faibles.

La fiscalité offre néanmoins des marges de manœuvre importantes, et certaines hausses d'impôts sont moins douloureuses que d'autres. Par exemple, augmenter les impôts fonciers et les impôts indirects, comme les taxes sur les ventes et les taxes sur la valeur ajoutée, semble avoir un impact moindre sur l'activité économique qu'augmenter les impôts sur le revenu. Et des impôts « verts » pourraient procurer le double avantage de gonfler les coffres de l'État tout en décourageant les émissions de carbone.

Réduire les dépenses : Dans certains domaines, le gouvernement a parfois des difficultés à revenir sur ses dépenses : lorsqu'un groupe particulier en bénéficie, il ressent de façon très aiguë toute réduction, ce qui peut l'inciter à vouloir protester bruyamment. À l'inverse, les

bénéfiques de certaines réductions sont si largement diffusés dans la société (par exemple à tous les contribuables) qu'il est difficile pour quiconque d'être tenté de les contester.

Outre les défis politiques de ce type, réduire les dépenses impose de prendre en compte d'importantes questions de stratégie économique. Par exemple, si l'éducation absorbe une part significative des dépenses publiques dans les pays de l'OCDE (environ 13 %), on peut en grande partie l'envisager comme un investissement dans le capital humain qui profitera à la croissance économique à long terme. De même, si elles peuvent sembler coûteuses à court terme, les dépenses consacrées à l'innovation et à la R-D peuvent contribuer à tirer la croissance dans les années à venir. Les gouvernements peuvent également décider de certaines réductions ayant peu d'impacts immédiats, ce qui les rend politiquement plus acceptables, mais constituant une source potentielle d'avantages à long terme (des changements touchant l'offre de soins de santé et les retraites, par exemple).

La solution de la croissance

Une troisième solution, extrêmement attrayante, et dont nous n'avons pas encore parlé, est de sortir de la dette grâce à la croissance. (Certains professeurs d'économie évoquent une quatrième option consistant pour les gouvernements à déclencher une poussée d'inflation vive et brève, ce qui serait cependant difficile à réaliser dans la pratique.) En période de croissance, les dépenses d'aide sociale diminuent automatiquement à cause du recul du chômage, tandis que les recettes fiscales s'accroissent grâce à l'augmentation des salaires et des profits des entreprises. Le problème, c'est que la croissance ne relève pas d'une simple décision des gouvernements, contrairement aux deux premières options – augmenter les impôts et réduire les dépenses. En trouvant le bon dosage entre la fiscalité et l'investissement, les gouvernements peuvent néanmoins créer les circonstances qui favorisent la croissance.

« L'expérience passée des crises financières indique que les niveaux de PIB et du revenu ne retrouveront pas de sitôt leur trajectoire prévue initialement. »

Réformes économiques : Objectif croissance 2010

Pour bâtir cette croissance, on ne peut malheureusement pas s'appuyer sur des fondations aussi solides qu'autrefois. Cela tient notamment à l'impact persistant de la récession. Les économistes envisagent souvent les économies en termes de production

potentielle, c'est-à-dire leur PIB total à long terme dans l'hypothèse où toutes les personnes souhaitant travailler ont un emploi, où toutes les usines tournent à plein régime, et ainsi de suite.

Or, à la suite de la crise, on estime que la production économique potentielle des pays de l'OCDE est inférieure de 3 % à ce qu'elle aurait été sans la récession. L'impact sera même bien plus important dans certains pays : environ 4 % en Italie, un petit peu moins de 11 % en Espagne et de 12 % en Irlande. Cela tient à deux raisons principales. Tout d'abord, comme l'appétit pour le risque est bien moindre qu'avant la crise, il est plus coûteux d'emprunter pour investir, ce qui ne favorisera pas l'expansion des entreprises. Ensuite, il est probable que le chômage reste élevé, ce qui en soi freine l'activité économique.

Qu'en est-il des taux de croissance (c'est-à-dire l'expansion annuelle de l'économie)? En théorie, les économies de l'OCDE pourraient retrouver assez rapidement leurs taux de croissance annuels moyens d'avant la crise, soit environ 2 % à 2,25 % (quoiqu'à partir d'un niveau plus bas). Mais, dans la pratique, la croissance se heurte à de sérieux obstacles dans les pays développés, et on prévoit qu'elle devrait tourner autour de 1,75 % sur le long terme. La principale explication réside moins dans l'héritage de la récession que dans un problème qui couve depuis de nombreuses années : le vieillissement des populations.

L'équité entre les générations

Dans la majeure partie de la zone OCDE, la population ne cesse de vieillir sous l'effet de la baisse des naissances et du nombre croissant de personnes atteignant un âge très avancé. En 2000, on comptait dans les pays de l'OCDE environ 27 personnes ayant atteint l'âge de la retraite pour 100 personnes actives. D'ici à 2050, on prévoit que le ratio atteindra environ 62 retraités pour 100 actifs ; et il devrait même dépasser 90 dans des pays tels que l'Espagne, l'Italie, le Japon et la Corée. Même en repoussant l'âge de la retraite, la taille de la population active semble vouée à s'effondrer : moins d'actifs devront soutenir une part sans cesse croissante de la population.

Ces questions n'ont rien de nouveau, mais la crise les a fait ressortir de façon plus nette encore. Cela tient notamment à la perception que les « baby-boomers » (souvent définis comme les personnes nées entre 1946 et 1964) jouiront de tous les avantages d'un généreux système de protection sociale, tout en laissant des dettes considérables à leurs enfants et petits-enfants. Andrew Hankinson, un écrivain britannique âgé de 29 ans, l'a formulé ainsi : « Aucun doute, les représentants de la vieille génération s'amuseront bien avec leurs

cartes de transport gratuites et leurs villas en Espagne. Ils jouiront de leur retraite, de leur propriété [...] Nous ne sommes qu'une main-d'œuvre bon marché, juste bonne à financer un peu plus de richesse. Nous le savons maintenant. Mais, pas d'inquiétude, nous rembourserons la dette. » Ne serait-ce qu'au nom de l'équité, on ne peut pas se contenter de présenter la facture de cette crise à la génération suivante.

Comme nous l'avons vu au chapitre 5, il importe également de commencer à planifier aujourd'hui les moyens de faire face à ce nouvel équilibre démographique, faute de quoi l'augmentation de la dette due à la crise pourrait nous sembler anodine comparée à ce qui s'annonce. Selon des économistes de la Banque des règlements internationaux, si les gouvernements s'en tiennent à leurs engagements actuels en matière de dépenses de retraite et autres dépenses de ce genre, la dette publique pourrait dépasser 400 % du PIB d'ici à 2040 dans certains pays de l'OCDE. En réalité, rien de tel ne pourrait arriver, car les marchés financiers cesseraient d'accorder des prêts à ces pays bien avant que leurs emprunts n'atteignent de tels sommets. Cependant, cette prévision constitue un avertissement quant à l'échelle de ce défi imminent. Le recul de la production économique dû à la récession n'aidera en rien à le relever, mais il peut nous faire mieux prendre conscience de la réalité économique et de la nécessité de commencer à agir maintenant.

Quand les politiques reviendront-elles à la normale ?

Dans l'immédiat après-crise, les commentateurs recouraient souvent volontiers aux métaphores médicales : les économies avaient « quitté les soins intensifs », mais étaient encore « sous respirateur artificiel » ou, mieux encore, avaient « toujours besoin de béquilles ». Ce qu'ils essayaient de faire comprendre, c'est qu'on assistait bien à une reprise économique, mais qu'elle n'était pas encore entièrement autosuffisante.

Dans les pays développés, en particulier, comme ceux de la zone OCDE, ce sont des décisions politiques – faibles taux d'intérêt, baisses d'impôts, dépenses supplémentaires d'infrastructure – qui ont tiré les phases initiales de la reprise, plus que les consommateurs et l'activité des entreprises. À l'inverse, la reprise était plus organique dans de nombreux pays en développement et émergents (même si l'intervention publique a donné une impulsion majeure dans certains d'entre eux, notamment la Chine).

La lenteur du retour à la normalité économique n'est pas si surprenante : les crises financières laissent des traces durables. La confiance des entreprises et des consommateurs, tout comme leurs bilans, a subi un choc qui peut mettre des années à se résorber, ce qui prive les économies des stimulants habituels après une crise, notamment la demande des consommateurs, qui s'est accumulée durant le ralentissement.

Afin d'éviter d'entrer dans une spirale de dépression, les gouvernements ont dû continuer à apporter à l'économie un soutien exceptionnel et peut-être sans précédent. La question est de savoir combien de temps cela peut durer. Tout d'abord, de telles mesures sont coûteuses : comme nous l'avons vu dans la section précédente, les déficits publics annuels ont rapidement augmenté, ce qui ne peut pas continuer éternellement. Ensuite, les interventions publiques peuvent aussi entraîner des dynamiques fâcheuses : par exemple, des taux d'intérêt extrêmement faibles rendent l'emprunt relativement bon marché – ce qui peut stimuler l'économie –, mais ils risquent aussi d'alimenter de nouvelles bulles de prix des actifs similaires à celles qui ont conduit à la crise.

Enfin, que se passe-t-il en cas de retournement de conjoncture ? Si les taux d'intérêt sont déjà à des niveaux si bas, cela laisse peu de marges de manœuvre pour les réduire davantage. Et s'il y a une autre récession, les gouvernements se trouveraient privés d'une de leurs principales armes économiques.

Une question de timing

À un moment ou à un autre, les politiques gouvernementales devront donc revenir à la normale. Mais, comme pour beaucoup de choses dans la vie, tout est dans le timing : trop tôt, la reprise naissante risque d'être étouffée dans l'œuf ; trop tard, le fardeau de la dette continuera de s'alourdir. Quand et comment commencer à revenir sur ses pas ? La question suscite un vif débat. Par exemple, le prix Nobel Paul Krugman a critiqué les efforts – à ses yeux prématurés – visant à éliminer le soutien apporté à des économies encore faibles : « Ce dont les économies déprimées auraient réellement besoin, ce serait de souffrir davantage encore, telle semble être la nouvelle sagesse populaire. » À l'inverse, Pier Carlo Padoan, Chef économiste de l'OCDE, soutient que les problèmes de dette souveraine rencontrés par l'Europe nous avertissent que les risques ont changé au sein de l'économie mondiale. Dans cet environnement financier instable, les gouvernements doivent trouver l'issue avant les marchés, sinon ils risquent d'en devenir les otages. « Nous ne sommes pas favorables à une politique d'austérité, mais à une réduction

graduelle des mesures de relance. En fait, on ne devrait pas les éliminer complètement avant que l'économie ait retrouvé le plein emploi. Mais le processus devrait commencer relativement tôt pour tenir compte de la longueur et de l'incertitude bien connus des délais de la politique monétaire. »

Même si de nombreux gouvernements ont déjà commencé à réduire graduellement les mesures de relance, le retour complet à la normalité prendra encore du temps et son rythme devrait varier selon les secteurs de l'économie. Par exemple, dans certains pays, de nombreuses années seront peut-être nécessaires pour revenir sur les « nationalisations » de fait de certaines banques et institutions financières. Et même des mesures plus modestes, comme celles visant à recapitaliser les banques, prendront du temps et ne s'achèveront probablement que lorsque les réformes des marchés financiers seront pleinement mises en œuvre. À l'inverse, d'autres mesures, comme les dispositifs de « prime à la casse » visant à soutenir l'industrie automobile, ont déjà pris fin dans de nombreux pays.

« La consolidation fiscale doit être conçue et mise en œuvre de façon à appuyer [...] la croissance. »

Pier Carlo Padoan, Perspectives économiques de l'OCDE

Même s'il faut des années pour mettre un terme à leurs diverses interventions, les gouvernements doivent définir les « plans de route » qu'ils entendent suivre pour le faire, afin de conserver la confiance des prêteurs internationaux. Il y a également d'autres enjeux. À court terme, les réductions de dépenses ne devraient pas miner les efforts visant à ramener les chômeurs sur le marché du travail. À plus long terme, les dépenses gouvernementales qui contribuent à jeter les bases de la croissance à venir – notamment l'investissement dans l'éducation, la formation et la R-D – doivent rester une priorité, même si cela implique de trouver des façons de faire plus avec moins.

Y a-t-il un nouvel équilibre mondial ?

Le sommet d'urgence organisé à Washington, DC, en novembre 2008 reste une image marquante des premiers jours de la crise. Présidé par George W. Bush, alors président des États-Unis, il réunissait ses homologues français, allemand et japonais, mais, outre Nicolas Sarkozy, Angela Merkel et Taro Aso, d'autres leaders étaient également présents, notamment le premier ministre indien Manmohan Singh, le président chinois Hu Jintao et le président brésilien Lula da Silva.

Pour de nombreux observateurs, le contenu de ces discussions importait moins que le simple fait qu'elles aient lieu : pour la première fois, les chefs de gouvernement des grandes économies mondiales, développées et émergentes, se réunissaient sous l'égide du G20. Le moment choisi – on commençait à saisir toute l'ampleur de la crise financière – semblait signifier clairement que la crise était mondiale et exigeait une réponse mondiale. Mais ce message ne pouvait pas venir seulement des puissances économiques traditionnelles du G8. Désormais, un groupe bien plus large d'économies développées et émergentes devrait jouer un rôle dans de telles réunions.

Ce nouvel équilibre du pouvoir économique mondial n'est pas le résultat de la crise. En réalité, c'est plutôt l'inverse. « Les origines de la crise tiennent à notre incapacité à gérer les conséquences de l'entrée de pays tels que la Chine, l'Inde et l'ex-Empire soviétique dans le système commercial mondial – bref, la mondialisation », a déclaré Mervyn King, le gouverneur de la Banque d'Angleterre. Et les chiffres vont dans ce sens. En 1980, les pays à revenu élevé (les pays de l'OCDE et quelques autres) représentaient 71 % de l'économie mondiale. En 2008, ce chiffre était tombé à 56 %, en grande partie en raison de l'émergence de pays tels que la Chine et l'Inde. Et comme la reprise a été plus forte dans les économies émergentes que dans de nombreuses économies développées, il est probable que leur part continuera d'augmenter.

Couplage et découplage

Lorsque les États-Unis éternuent, le reste du monde attrape-t-il froid ? Cette question est au cœur du grand débat **couplage-découplage**. Au cours des années, les opinions ont changé à plusieurs reprises. À une époque, il semblait que l'expansion de la Chine et d'autres pays en développement était indépendante de ce qui arrivait dans les économies développées. Puis, avec la récession mondiale, il a semblé qu'il existait une interdépendance entre les économies de la planète. Mais, comparé à ce qui se passe dans la zone de l'OCDE, les économies en transition connaissent une reprise rapide, ce qui a fait renaître l'intérêt pour la notion de découplage. Si cette idée est confirmée, cela pourrait apporter une toute nouvelle dynamique à l'économie mondiale.

Mais ce n'est pas simplement l'émergence des pays en transition au cours des deux dernières décennies qui a mené à la crise. Comme nous l'avons vu au chapitre 2, ce phénomène s'est également accompagné de déséquilibres croissants de l'économie mondiale. Dit simplement, les producteurs des économies en transition ont vendu

d'immenses quantités de biens aux consommateurs occidentaux, puis, au lieu de dépenser leurs gains, ils les ont épargnés en achetant des obligations d'État telles que celles du Trésor américain. Pour citer Mervyn King : « Les bénéfiques en termes d'échanges étaient visibles, mais pas les coûts des flux de capitaux que cela impliquait. »

De tels déséquilibres ne pouvaient évidemment pas durer éternellement. Dans une certaine mesure, la récession qui a suivi les a réduits : les consommateurs occidentaux ont ainsi coupé dans leurs dépenses. Mais, avec la reprise de l'économie mondiale, on craint que trop peu soit fait pour y faire face à plus long terme. Il existe pourtant un large éventail d'options, dont certaines offrent la perspective d'un double dividende intéressant. Par exemple, l'OCDE a demandé à la Chine d'épargner moins et de dépenser plus dans des domaines tels que les retraites, la santé et l'éducation, ce qui aiderait à s'attaquer à la fois aux inégalités sociales en Chine et aux déséquilibres plus vastes à l'échelle mondiale. Des pressions croissantes ont également été exercées sur la Chine pour qu'elle renforce la flexibilité du mécanisme du taux de change de sa devise, le yuan, afin qu'il reflète mieux la puissance commerciale du pays.

« Comme de nombreux autres pays, la Chine a besoin de favoriser la cohésion sociale, mais, contrairement à de nombreux autres pays, votre pays se trouve dans la situation enviable d'avoir l marges de manœuvre budgétaires pour le faire. »

Angel Gurría, discours prononcé dans le cadre du Forum de développement de la Chine, Pékin, mars 2010

Inutile de se voiler la face, il ne sera pas facile de trouver les solutions à ces déséquilibres mondiaux. Dans le contexte de l'après-crise, ils seront probablement une source de tensions économiques et politiques durables. Mais ce serait une grande erreur de voir ces questions, tout comme les changements plus larges touchant l'économie mondiale, comme des jeux à somme nulle, c'est-à-dire où les gains d'une personne sont les pertes d'une autre. L'émergence économique de pays tels que la Chine, l'Inde et le Brésil a déjà transformé pour le mieux la vie de millions de personnes. Elle a créé de nouveaux « moteurs » pour l'économie mondiale et le développement dans certains des pays les plus pauvres. Dans les années à venir, le défi consistera à inventer de nouvelles façons de surveiller l'économie mondiale qui tiennent compte de cette nouvelle donne tout en maximisant les avantages pour tous.

La crise : une opportunité pour l'économie verte ?

Alors que la lutte contre les conséquences de la crise financière mobilisait l'essentiel de l'attention dans le monde, un autre problème, plus profond encore, continuait de couver : le changement climatique. Ses coûts potentiels sont régulièrement et largement débattus : augmentation du niveau des océans, perte de biodiversité, propagation d'épidémies, et ainsi de suite. De même, il est beaucoup question des coûts qu'entraînera la lutte contre le changement climatique : par exemple, selon les estimations de la CCNUCC, une agence des Nations unies dont les travaux portent sur les questions liées au changement climatique, les pays en développement auront besoin, d'ici à 2030, d'apports équivalents à des dizaines de milliards de dollars par an, peut-être plus de 100 milliards, pour pouvoir s'adapter au changement du climat.

Le double dividende que l'investissement dans des technologies et des approches respectueuses de l'environnement pourrait procurer, environnement plus propre *et* croissance économique est en revanche une idée moins souvent comprise.

« Nous sommes convaincus que la transformation de nos économies en économies à faible intensité de carbone peut constituer une importante source de croissance et d'emplois. »

Angel Gurría, discours prononcé à Séoul, novembre 2009

La récession nous offre une rare opportunité d'effectuer de tels investissements. Pour deux raisons. Premièrement, l'activité économique étant réduite, le « coût d'opportunité » est plus faible : en substance, l'activité globale des entreprises est moins importante, ce qui réduit les opportunités d'investissement concurrentes. Deuxièmement, puisque les gouvernements doivent dépenser davantage pour stimuler l'économie, ils peuvent tout aussi bien le faire en affectant certaines dépenses à des projets « verts ». C'est déjà le cas d'une bonne partie de ces dépenses dans certains pays, qu'il s'agisse d'énergie renouvelable ou de transport ferroviaire, par exemple. (Les effets environnementaux des programmes de « prime à la casse » sont plus mitigés : si les nouveaux modèles sont généralement moins énergivores, il y a un coût environnemental à les construire et à retirer des routes les anciens véhicules avant la fin de leur durée utile.) Par exemple, la Corée a annoncé qu'elle allait investir 40 milliards dans un « New Deal vert », dans le but de créer 960 000 emplois dans des domaines tels que l'énergie renouvelable,

l'efficacité énergétique et les transports, tandis que la France a consacré à des projets de ce type un peu plus d'un cinquième de son plan de relance de 33 milliards. Quant à la Chine, environ 40 % de son plan de relance de 586 milliards sont allés à des projets verts, notamment pour soutenir les énergies éolienne et solaire, ce qui a contribué à en faire le premier marché mondial pour les énergies renouvelables.

| | |
|---|--|
| Qu'est-ce que la Stratégie pour une croissance verte ? | |
|---|--|

| | |
|---|--|
| Quelle route emprunter pour parvenir à une croissance à faible intensité de carbone ? C'est pour baliser cette voie que l'OCDE a lancé la Stratégie pour une croissance verte en 2009. Tout comme la recherche et le développement, étudiés dans le cadre de la Stratégie de l'OCDE pour l'innovation, la croissance verte peut contribuer à la croissance économique à long terme, par exemple à travers l'investissement dans les énergies renouvelables et l'utilisation plus efficace de l'énergie et des matières premières. La Stratégie pour une croissance verte analyse l'interaction entre les politiques économique et environnementale, ainsi que leur impact conjoint, et examine les moyens de stimuler l'éco-innovation tout en abordant les questions-clés de la transition vers une économie plus verte, notamment l'emploi et les compétences, l'investissement, la fiscalité, les échanges et le développement. | |
|---|--|

Si impressionnantes qu'elles soient, il est important d'analyser sérieusement l'efficacité de telles mesures et de s'assurer que les fonds publics produisent les effets maximums. Selon les critiques, ce n'est pas toujours le cas. Par exemple, Citigroup estime que 30 % environ des installations éoliennes chinoises n'étaient pas en service en 2009, en grande partie faute de connexion des centrales éoliennes au réseau. En Allemagne, un institut de recherche indépendant a critiqué l'approche suivie par le gouvernement pour soutenir le vaste secteur de l'énergie renouvelable : « des dépenses considérables offrant peu de promesses à long terme pour stimuler l'économie, protéger l'environnement ou accroître la sécurité énergétique ». Cette crise offre une opportunité pour l'économie verte, mais, pour en tirer le meilleur parti, les politiques devront être soigneusement conçues afin que l'investissement dans la croissance verte procure des bénéfices à la fois économiques et environnementaux.

La science économique doit-elle revoir sa copie ?

En novembre 2008, alors que l'effondrement du système financier mondial semblait imminent, une Britannique plutôt âgée s'interrogeait à voix haute sur les origines de la crise : « Mais pourquoi personne n'a su prévoir ce qui arrive ? » Ses propos auraient pu passer inaperçus, à ceci près qu'il s'agissait de la reine Élisabeth II et qu'elle s'exprimait devant la London School of Economics de renommée mondiale.

Il est injuste de dire que *personne* n'avait vu arriver la crise. Dès septembre 2006, selon le *New York Times*, le professeur d'économie Nouriel Roubini avait averti une assemblée d'économistes du FMI qu'une crise considérable se préparait, qui verrait « les propriétaires incapables d'honorer leur prêts hypothécaires, des milliers de milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires se dégrader à travers le monde et la paralysie du système financier ». Un tel aperçu de la catastrophe imminente pouvait difficilement avoir un équivalent. Mais il y a également eu des mises en garde à propos de problèmes particuliers qui ont conduit à la crise : les déséquilibres mondiaux, la bulle immobilière et le risque posé par la réglementation laxiste de certains produits financiers.

Malheureusement, trop peu d'observateurs ont assemblé toutes les pièces du puzzle pour dresser un portrait d'ensemble de la crise imminente. Comme les économistes britanniques l'ont écrit dans leur réponse à la reine, « notre échec à prévoir le moment, l'ampleur et la gravité de la crise, ainsi qu'à la prévenir [...] a tenu principalement à un manque d'imagination collective de la part de plusieurs personnes brillantes [...] à comprendre les risques que courait le système vu dans sa globalité ».

Comment expliquer une telle déroute ? Les économistes ont-ils juste omis de détecter les signaux envoyés dans cette situation particulière ? Ou le problème était-il plus vaste ? La compréhension qu'ont les économistes du monde et de l'économie est-elle défaillante ? Comme on pouvait s'y attendre, la crise a amené la profession à s'interroger sur elle-même. Selon Paul Krugman, économiste américain lauréat du prix Nobel, au cours des trois dernières décennies, la macroéconomie – la science économique « à grande échelle » – s'est révélée « au mieux spectaculairement inutile et au pire carrément nocive ». Même s'il s'agit probablement là d'un point de vue extrême, il traduit une tendance grandissante à remettre en question certaines idées devenues prédominantes en macroéconomie depuis le début des années 70.

Deux idées en particulier ont essuyé le feu des critiques. La première est l'« hypothèse d'efficience du marché », selon laquelle les marchés fixent toujours des prix « justes » aux actifs financiers tels que les actions et les obligations. Autrement dit, les prix « reflètent nécessairement tout ce qu'on sait des fondamentaux économiques, tels que l'inflation, les exportations et la rentabilité des entreprises », comme l'a écrit John Cassidy. Si les prix augmentent au-delà des niveaux justifiés par ces fondamentaux, quelqu'un interviendra et vendra ; s'ils descendent en dessous de ces niveaux, quelqu'un saisira cette occasion et achètera. La seconde idée est l'« hypothèse des anticipations rationnelles » : en gros, lorsqu'ils en viennent à penser à l'avenir, les gens ont des attentes « rationnelles » et agissent en conséquence. En supposant qu'ils utilisent les mêmes informations, ils vont développer un sens collectif de la direction suivie par l'inflation et les taux d'intérêt, ce qui va guider leurs décisions.

On ne saurait trop insister sur l'influence que de telles idées ont eu sur la façon dont nous concevons nos économies et la façon dont les gouvernements les réglementent. D'une façon générale, elles ont entretenu la ferme croyance qu'il vaut mieux laisser les marchés financiers à eux-mêmes, ce qui a encouragé une approche « non interventionniste » en matière de réglementation. Peut-on vraiment dire que ces hypothèses reflètent la réalité ? L'évolution en dents de scie des prix de l'immobilier a été si marquée et la non-réglementation de certains produits financiers a entraîné des problèmes si considérables qu'on en est venu à en douter.

D'autres approches ont également fait l'objet de critiques. Par exemple, traditionnellement, les économistes n'accordent pas une importance de premier plan au secteur financier lorsqu'ils envisagent formellement l'économie. Dans les modèles économiques, les banques et le marché financier sont souvent traités comme une « donnée » – des intermédiaires entre des agents économiques tels que les entreprises et les investisseurs – qui n'a pas vraiment d'effet en soi sur la réalité. Là encore, les répercussions de la crise pourraient changer notre façon de penser.

Notre époque pose donc de sérieux défis aux économistes, ce qui n'est pas nécessairement une mauvaise chose. Comme le souligne Tim Besley, de la London School of Economics, un des co-auteurs de la lettre adressée à Élisabeth II : « Pour être franc, les universitaires flairent ici l'opportunité de nouvelles recherches, de nouveaux articles. Cela étant, certains économistes pensent que la critique dont leur profession a fait l'objet est allée trop loin. Mais, dans les cercles universitaires, il existe une multitude d'opportunités d'étudier de nouvelles questions et d'aborder d'anciennes questions sous un nouvel angle... »

Point de vue : et maintenant ?

William R. White, ancien Chef économiste de la Banque des règlements internationaux (BRI), aujourd'hui président du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE, nous livre quelques réflexions sur l'avenir de la science économique.

La crise a eu un impact sur la macroéconomie. Quelle est son ampleur ?

Je participais à une conférence organisée par George Soros. Tous les grands noms auxquels vous pouvez penser étaient là : Jeff Sachs, Ken Rogoff, George Akerlof, Joe Stiglitz... Ils défendaient l'idée que nous avons besoin d'une nouvelle pensée économique. Ça m'a beaucoup réconforté, car, quelle que soit votre profession, l'avis de vos pairs a un poids considérable. Si vous faites partie des penseurs universitaires de second rang, vous n'avez pas d'autre choix que d'être d'accord avec ce que les autres estiment important : « Voici comment on fait de l'économie. » Seuls les gens de premier plan peuvent dire : « Non, je ne suis pas d'accord, et je suis prêt à le dire. »

Que faut-il repenser ?

Beaucoup de choses sont laissées de côté : les institutions financières, les effets de rétroaction... Tout cela est très, très compliqué. Je ne veux pas déprécier la modélisation actuelle, mais le fait est que c'est très compliqué. Toutefois, je crois que les choses progressent : on est au début de quelque chose.

Avant même la crise, des idées telles que l'économie comportementale suscitaient un intérêt croissant...

En effet. Vous avez des concepts comme l'économie fractale ou l'approche « biologique » de l'économie – l'idée que les économies s'apparentent à des systèmes vivants, au sein desquels divers éléments se concurrencent pour obtenir des ressources rares, puis s'adaptent, ce qui suscite en retour l'adaptation des autres éléments. C'est simplement une façon différente d'examiner ces choses. Le problème avec la mécanique classique, c'est que les choses y sont statiques : les économies y ressemblent plus à des machines qu'à des organismes. En fait, les choses changent, et les modèles ne le saisissent pas toujours.

La science économique a-t-elle péché par excès de confiance ?

Lorsque je fais un exposé, je commence très souvent par une introduction épistémologique : comment savons-nous que nous savons ? J'aime beaucoup cette citation de Mark Twain : « Ce n'est pas ce que vous ne savez pas qui vous crée des problèmes, mais ce que vous tenez pour certain. » Nous avons tenu pour acquis ce que nous comprenions ce qui se passait...

Comment cela devrait-il se traduire dans le monde réel ?

Étant donné le peu que nous savons, j'ai toujours pensé que la stratégie à suivre ne devrait pas viser à maximiser la croissance économique, mais plutôt à nous assurer de ne pas accumuler des risques qui vont se réaliser et nous causer de gros problèmes : une sorte de stratégie de « maximisation minimale ».

En guise de conclusion...

Jusqu'en 1697, tous les cygnes étaient blancs. Pour un Européen, il était impossible de penser autrement, à moins d'être fou. Mais, cette année-là, des explorateurs néerlandais ont découvert l'impossible en Australie : des cygnes noirs.

Le cygne noir est devenu une image marquante de la crise, en grande partie grâce au livre du même titre écrit par Nassim Nicholas Taleb, un ancien trader aujourd'hui universitaire, et publié à la veille de la crise en 2007. Selon Taleb, un « cygne noir » est un événement présentant trois caractéristiques : il est totalement inattendu et impossible à prévoir en se fondant sur les événements passés ; ses conséquences sont d'une portée considérable ; nous nous efforçons de l'expliquer de manière rétrospective : « Nous savions depuis le début que ça allait arriver. »

Pour la plupart d'entre nous, la crise que nous venons de traverser était bien un événement de cette nature : nous ne l'avons pas vue venir ; elle continuera de façonner nos économies pendant des années ; et à présent nous risquons de commencer à la rationaliser après-coup – « Ce n'était qu'une récession de plus, ce sont des choses qui arrivent. » Ce serait une bêtise de le faire. En raison de sa soudaineté et de son ampleur, cette crise était vraiment inattendue, et ses effets – le chômage élevé et les dettes publiques colossales ne sont pas les moindres – continueront à se faire sentir dans les années qui viennent. Revenir aux bonnes vieilles habitudes sera impossible, même si nous le voulions. Les choses ont changé, et, dans bien des cas, nous ne comprenons pas encore exactement de quelle façon.

Au cours des prochaines années, nous aurons des défis à relever, mais, comme cela arrive souvent, nous aurons peut-être également des opportunités à saisir. Pour nos sociétés, ce sera sans doute le moment de repenser aux priorités qui doivent être les nôtres, à ce que nous devons réellement réaliser grâce à la croissance économique et à la façon dont nous pouvons travailler de concert pour nous attaquer à des problèmes mondiaux communs.

De telles opportunités se présentent rarement. Ce serait une honte de les gaspiller.

Pour en savoir plus

OCDE

Sur l'Internet

Pour en savoir plus sur les travaux consacrés par l'OCDE aux **économies des BRICS**, visitez www.oecd.org/ et ajoutez chine, inde, indonesie, afriquedusud ou russie après la barre oblique. Le site du Centre de Développement de l'OCDE offre également des informations par pays et régions : www.oecd.org/DEV.

Pour en savoir plus sur les travaux de l'OCDE sur l'**environnement**, visitez www.oecd.org/environnement ; sur la « croissance verte », www.oecd.org/greengrowth.

Pour en savoir plus sur les travaux de l'OCDE sur l'analyse économique, visitez www.oecd.org/economics.

Publications

La crise financière : Réforme et stratégies de sortie (2009) : Avec la crise financière, les grandes banques se sont trouvées écrasées d'actifs toxiques et à court de capital, alors que les prêteurs devenaient moins disposés à financer les projets des entreprises et des particuliers. Les gouvernements sont intervenus massivement en raison des effets immédiats et potentiels sur le système bancaire et l'économie réelle. Ce livre dresse les priorités concernant la réforme des incitations sur les marchés financiers ainsi que le retrait graduel de ces mesures d'urgence.

Making Reform Happen: Lessons from OECD Countries (2010) : Pour restaurer des finances publiques saines sans nuire à la reprise, les gouvernements devront trouver un équilibre prudent entre les politiques fiscales et les réformes structurelles visant à encourager la croissance. Ce recueil d'essais analyse les expériences de réforme menées par les 30 pays de l'OCDE dans neuf domaines-clés de l'action politique afin d'en dégager les leçons, les embûches et les stratégies pouvant aider à favoriser la réforme des politiques.

Perspectives du développement mondial 2010 : Le basculement de la richesse (2010) : Produit par le Centre de Développement de l'OCDE, cet ouvrage inaugure une nouvelle série de perspectives annuelles consacrées aux questions environnementales. L'édition 2010 analyse l'évolution de la dynamique de l'économie mondiale au cours des 20 dernières années, en particulier l'impact de l'essor économique des grands pays en développement. Elle examine également l'émergence de liens « sud-sud » dans des domaines tels que l'IDE, les échanges et l'aide, et réfléchit à leurs implications pour le développement.

La croissance verte : La crise et au-delà (2009) : Ce document de réflexion met en lumière certaines approches adoptées par les gouvernements pour rendre la reprise plus verte.

Références

Chapitre 1

- Fonds monétaire international (2010), *Perspectives de l'économie mondiale – avril 2010*, FMI, Washington, DC ;
www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/textf.pdf.
- Menschel, R. (2002), *Markets, Mobs & Mayhem*, John Wiley & Sons, Hoboken, N.J.
- OCDE (2009), *Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2009 : Faire face à la crise de l'emploi*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2009-fr
- OCDE (2010), *Panorama des statistiques de l'OCDE 2010 : Économie, environnement et société*, Éditions OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/factbook-2010-fr>
- OCDE (2010), *Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2010 : Sortir de la crise de l'emploi*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2010-fr
- OCDE (2010), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2009/2, Éditions OCDE. http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2009-2-fr
- Reinhart, C.M., et K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Tett, G. (2009), *Fool's Gold*, Little, Brown, Londres.
- This American Life (2008), « The Giant Pool of Money », épisode 355, première diffusion le 9 mai, WBEZ Alliance, Inc. ; www.thisamericanlife.org.
- Vieira, P. (2010), « Q&A with Angel Gurría », 11 juin, *National Post*, National Post, Inc., Don Mills, Ontario.

Chapitre 2

- Blundell-Wignall, A., P. Atkinson et S. Hoon Lee, « The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2008/2.
<http://dx.doi.org/10.1787/fmt-v2008-art10-en>
- Blundell-Wignall, A., et P. Atkinson (2008), « The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform », in *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008*, actes de la conférence tenue au H.C. Coombs Centre for Financial Studies, Kirribilli, 14-15 juillet, Reserve Bank of Australia, Canberra ;
www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2008/Blundell-Wignall_Atkinson.pdf.
- Choudhry, M. (2007), *Bank Asset and Liability Management*, John Wiley & Sons, Hoboken, N.J.
- Cooper, G. (2008), *The Origin of Financial Crises*, Harriman House Publishing, Petersfield, Hampshire.
- Labaton, S. (2008), « Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt », 3 octobre, *The New York Times*, New York, N.Y.
- Menschel, R. (2002), *Markets, Mobs, and Mayhem*, John Wiley & Sons, Hoboken, N.J.
- Morgenson, G. (2007), « Shaky Loans Haunt Mortgages, And Investors, As Crisis Looms », 11 mars, *International Herald Tribune*, New York Times Co., New York, N.Y.
- Morgenson, G. (2008), « US Lenders' Attitude: Don't Ask, Don't Tell », 6 avril, *International Herald Tribune*, New York Times Co., New York, N.Y.
- OCDE (2009), *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, Éditions OCDE, Paris.
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264073036-en>
- Wolf, M. (2009), *Fixing Global Finance*, Yale University Press, New Haven.

Chapitre 3

- Banque mondiale (2009), « Swimming Against the Tide: How Developing Countries Are Coping with the Global Crisis », document d'information préparé pour la réunion du G20 à Horsham, Royaume-Uni, 13-14 mars, Banque mondiale, Washington, DC ; <http://siteresources.worldbank.org/NEWS/Resources/swimmingagainstthetide-march2009.pdf>.
- Banque mondiale (2009), « Faces of the Crisis: Witaya Rakswong, 37, Bangkok, Thailand », Banque mondiale, Washington, DC ; <http://go.worldbank.org/SQCPVMN2S0>.
- Banque mondiale (2009), *Global Economic Prospects 2009: Commodities at the Crossroads*, Banque internationale pour la reconstruction et le développement/Banque mondiale, Washington, DC.
- Banque mondiale (2010), *Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance and Growth*, Banque internationale pour la reconstruction et le développement/Banque mondiale, Washington, DC.
- Bhaskaran, M., et R. Ghosh (2010), « Impact and Policy Responses – India », Rapport n° 3 préparé pour le Forum régional sur l'impact de la crise économique et financière mondiale, 14-15 janvier, Banque asiatique de développement, Manille ; www.adb.org/Documents/events/2010/Global-Economic-Financial-Crisis/report-3.pdf.
- Bhaskaran, M., et R. Ghosh (2010), « Impact and Policy Responses – People's Republic of China », Rapport n° 4 pour le Forum régional sur l'impact de la crise économique et financière mondiale, 14-15 janvier, Banque asiatique de développement, Manille ; www.adb.org/Documents/events/2010/Global-Economic-Financial-Crisis/report-4.pdf.
- Bishop, M., (2004), *Essential Economics*, Economist Books/The Economist Newspaper Ltd., Londres.
- Brunnermeier, M.K. (2008), « Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08 », NBER Working Paper 14612, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA ; www.nber.org/papers/w14612.

- Centre de Développement de l'OCDE (2010), *Perspectives du développement mondial 2010 : Le basculement de la richesse*, Éditions de l'OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264084742-fr>
- Dean, A. (2009), « Greece must move quickly on economy », *Kathimerini English Edition*, 12 octobre, I Kathimerini S.A., Athènes.
- Faulconbridge, G., et M. Stott (2009), « Crisis speeds BRIC rise to power: Goldman's O'Neill », 9 juin, Thomson Reuters ; www.reuters.com/article/idUSTRE5583ZA20090609.
- Fonds monétaire international (2009), *The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries*, mars, FMI, Washington, DC, www.imf.org/external/pubs/ft/books/2009/globalfin/globalfin.pdf.
- Friedman, J., et N. Schady (2009), « How Many More Infants Are Likely to Die in Africa as a Result of the Global Financial Crisis? », Policy Research Working Paper 5023, août, Banque mondiale, Washington, DC.
- G20 (2009), « London Summit – Leaders' Statement », 2 avril, www.g20.org.
- Hannon, P. (2010), « OECD: Global Government Support For Financial System \$11.4 Trillion », Dow Jones Newswires, 13 janvier, News Corp., New York, N.Y.
- Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009), « The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries », *Documents de travail du département des affaires économiques*, N° 683, OCDE, <http://dx.doi.org/10.1787/226123651438>.
- Hemming R., S. Mahfouz et A. Schimmelpfennig (2002), « Fiscal Policy and Economic Activity During Recessions in Advanced Economies », Document de travail WP/02/87 du FMI, mai, FMI, Washington, DC.
- Hogg, C. (2009), « Chinese migrant job losses mount », BBC News online, 2 février, BBC, Londres.
- Jiang W. (2009), « Exports see biggest drop in a decade », 12 mars, *China Daily*, Pékin ; www.chinadaily.com.cn.

- Kasekende, L., Z. Brixova et L. Ndikumana (2010), « Africa: Africa's Counter-Cyclical Policy », vol. 1, n° 1, *Journal of Globalization and Development*, Berkeley Electronic Press, Berkeley, CA.
- O'Brien, C. (2009), « No country for young men », *The Irish Times*, 7 novembre, The Irish Times Ltd., Dublin.
- OCDE (2008), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2008/2, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2008-2-fr
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2009/1, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2009-1-fr
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol 2009/2, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2009-2-fr
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'OCDE : Rapport intérimaire*, mars, Éditions de l'OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2008-sup2-fr
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'OCDE 2009 : Faire face à la crise de l'emploi*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2009-fr
- OCDE (2009), *Perspectives des migrations internationales 2009 : SOPEMI 2009*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/migr_outlook-2009-fr
- OCDE (2009), *Principaux indicateurs économiques de l'OCDE (PIE) base de données*, « Business Tendency and Consumer Opinion Surveys », 6 février 2009,
www.oecd.org/document/4/0,3343,en_2649_33715_4206106_0_1_1_1,00.html ;
http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_BTS_COS.
- OCDE (2009), « The Road to Recovery: Update on the OECD's Strategic Response to the Financial and Economic Crisis », 27 mars, OCDE, Paris ;
www.oecd.org/dataoecd/40/14/42528786.pdf.
- OCDE (2010), « Donors' mixed aid performance for 2010 sparks concern », 17 février, OCDE, Paris ; www.oecd.org/dac/stats.

- OCDE (2010), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol 2010/1, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2010-1-fr
- OCDE (2010), *Perspectives économiques de l'OCDE 2010 : Sortir de la crise de l'emploi*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2010-fr
- OCDE (2010), *Perspectives économiques en Afrique 2010*, Éditions OCDE/Banque africaine de développement.
<http://dx.doi.org/10.1787/aeo-2010-fr>
- Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (2009), *L'état de l'insécurité alimentaire dans le monde*, FAO, Rome ;
<ftp://ftp.fao.org/docrep/fao/012/i0876f/i0876f.pdf>.
- Porée, A.-L., (2009) « Cambodia Has to Cope With its Global Connection », Yale Global Online, 11 août, Yale Centre for the Study of Globalization, New Haven, CT ;
www.yaleglobal.yale.edu.
- Postrel, V. (2009), « Macroeconomics », avril, *The Atlantic Monthly*, The Atlantic Monthly Group, Washington, DC.
- PricewaterhouseCoopers (2009), « 12th Annual Global CEO Survey: Redefining Success » ; www.pwc.com/ceosurvey.
- Randow, J. (2010), « Euro-Area Banks Tighten Credit Standards on Companies, Consumers, ECB Says », 28 juillet, Bloomberg L.P. ; www.bloomberg.com.
- Ratha, D., S. Mohapatra et A. Silwal (2009), « Migration and Remittance Trends 2009 », *Migration and Development Brief 11*, 3 novembre, Banque mondiale, Washington DC ;
<http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1110315015165/MigrationAndDevelopmentBrief11.pdf>
- Ravallion, M. (2009), « The Crisis and the World's Poorest », *Development Outreach*, décembre, World Bank Institute, Banque mondiale, Washington, DC.
- Reinhart, C.M., et K.S. Rogoff (2009), « The Aftermath of Financial Crises », mai, vol. 99, n° 2, *American Economic Review*, American Economic Association, Pittsburgh, PA.

- Uchitelle, L. (2010), « American Dream Is Elusive for New Generation », 6 juillet, *The New York Times*, The New York Times Co., New York, N.Y.
- Wallis, W. (2009), « Africa's aid plea as 'development crisis' looms », 17 mars *Financial Times*, The Financial Times Ltd., Londres.
- Yib, C. (2009), « Cambodia's Garment Industry on the Wane », 14 décembre, Deutsche Welle, Bonn ; www.dw-world.de.

Chapitre 4

- Keeley, B. (2009), *Les migrations internationales : Le visage humain de la mondialisation*, « Les essentiels de l'OCDE », Éditions OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264055803-fr>
- OCDE (2009), « Helping youth to get a firm foothold in the labour market », document d'information pour la Réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail, 28-29 septembre, Paris ;
www.oecd.org/dataoecd/54/50/43766254.pdf.
- OCDE (2009), « Maintaining the activation stance during the crisis », document d'information pour la Réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail, 28-29 septembre, Paris ;
www.oecd.org/dataoecd/54/48/43766121.pdf.
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'OCDE 2009 : Faire face à la crise de l'emploi*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/empl_outlook-2009-fr
- OCDE (2009), *Perspectives des migrations internationales 2009 : SOPEMI 2009*, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/migr_outlook-2009-fr
- OCDE (2009), site du Forum politique OCDE à haut niveau sur les migrations, 29-30 juin ;
www.oecd.org/migration/policyforum, consulté le 31 mars 2010.
- OCDE (2009), site de la Réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail,
www.oecd.org/employment/ministerial, consulté le 31 mars 2010.

OCDE (2009), « The Jobs Crisis: What are the implications for employment and social policy? », document d'information pour la Réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail, 28-29 septembre, Paris ; www.oecd.org/dataoecd/54/62/43765276.pdf.

Chapitre 5

Antolín, P., et F. Stewart (2009), « Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis », *Documents de travail de l'OCDE sur l'assurance et les pensions privées*, n° 36, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-v2009-art5-en>

Banque d'Angleterre (2009), « Provisional estimates of narrow money (notes & coin) and reserve balances », www.bankofengland.co.uk/statistics/nc/current/index.htm.

Clark, N. (2009), « RBS plans to slash pension payout as unions cry foul », *The Independent*, 26 août.

Deloitte (2009), « Quantitative easing contributes to FTSE 100 pension scheme deficits increasing to £180bn », 8 avril 2009, www.deloitte.com/view/en_GB/uk/press-release/4a140b98fc001210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm.

Financial Times (2010), « The Pensions Crisis », www.ft.com/indepth/pensions-crisis.

Helm, T., et P. Inman (2009), « Pensions blow for those soon to retire: New OAPs to be hit by 'quantitative easing' », *The Observer*, 29 mars.

Keith, T. (2009), « Pension Woes May Deepen Financial Crisis For States », NPR, 21 mars 2010, www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=124894618.

Mangiero, S. (2010), *Negative Swap Spreads - Trouble On the Way?*, *Pension Risk Matters*, 12 avril, www.pensionriskmatters.com/2010/04/articles/asset-liability-management/negative-swap-spreads-trouble-on-the-way.

OCDE (2008), *Improving Financial Education and Awareness on Insurance and Private Pensions*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264046399-en>

OCDE (2009), *L'économie politique de la réforme : Retraites, emplois et déréglementation dans dix pays de l'OCDE*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264073135-fr>

OCDE (2009), *Perspectives de l'OCDE sur les pensions privées 2008*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264056916-fr>

OCDE (2009), *Les pensions dans les pays de l'OCDE 2009 : Panorama des systèmes de retraite*, Éditions OCDE. http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2009-fr

Chapitre 6

Blundell-Wignall, A., P. Atkinson et S.H. Lee (2008), « The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2008/2, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-v2008-art10-en>

Blundell-Wignall, A., et P. Atkinson (2009), « Origins of the Financial Crisis and Requirements for Reform », *Journal of Asian Economics*, Elsevier ; [doi:10.1016/j.asieco.2009.07.009](https://doi.org/10.1016/j.asieco.2009.07.009)

Blundell-Wignall, A., G. Wehinger et P. Slovik (2009), « The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2009/2, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-v2009-art11-en>

Borio, C., C. Furfine et P. Lowe (2001), « Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options », mars, BIS Papers n° 1, Banque des règlements internationaux, Bâle ; www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf.

Brown, G. (2009), « Speech and Q&A at St Paul's Cathedral », 31 mars, cathédrale Saint-Paul, Londres ; www.number10.gov.uk.

Cassidy, J. (2009), *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities*, Farrar, Straus and Giroux, New York, N.Y.

Christian Aid (2008), « Death And Taxes: The True Toll Of Tax Dodging – A Christian Aid Report », www.christianaid.org.uk/images/deathandtaxes.pdf.

- Conseil de stabilité financière (2009), « Improving Financial Regulation: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders », présenté au Sommet de Pittsburgh, 25 septembre ;
www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925b.pdf.
- Cooper, G. (2008), *The Origins of Financial Crises*, Harriman House Ltd., Londres.
- Davis, B. (2009), « 'Framework' precedents », 25 septembre, *The Wall Street Journal*, Dow Jones & Co. Inc., New York, NY.
- Dougherty C. (2008), « Top German CEO steps down as tax scandal widens to 'several hundred people' », 5 novembre, *International Herald Tribune*, New York Times Co., New York, N.Y.
- Economist, The, « Economics A-Z »,
www.economist.com/research/economics.
- Economist, The (2010), « Not all on the same page », 1^{er} juillet, *The Economist*, The Economist Newspaper Ltd., Londres.
- GlobeScan/PIPA/BBC World Service (2009), « Wide Dissatisfaction with Capitalism – Twenty Years after Fall of Berlin Wall », 9 novembre, GlobeScan, Toronto ;
www.globescan.com
- Grant, J., et M. Mackenzie (2010), « Ghosts in the machine », *Financial Times*, 17 février, The Financial Times Ltd, Londres.
- G20 (2009), « Leaders Statement: The Global Plan for Recovery and Reform – London, 2 April 2009 »,
www.g20.org/Documents/final-communique.pdf.
- G20 (2009), « Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit », déclaration rendue publique à Washington, DC, 24-25 septembre ;
www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm.
- Gurría, A. (2008), « The Global Dodgers », 27 novembre, *The Guardian*, Guardian News and Media Ltd., Londres.

- Gurría, A. (2008), « Tax disclosures in Germany part of a broader challenge, says OECD Secretary-General », 19 février, OCDE, Paris ;
www.oecd.org/document/34/0,3343,en_2649_201185_40114018_1_1_1_1,00.html.
- Gurría, A. (2009), « The Need for a Global Standard », discours prononcé par le Secrétaire général de l'OCDE A. Gurría, lors du dîner des ministres des Finances du G7 à Rome, 13 février, OCDE ;
www.oecd.org/document/50/0,3343,en_2649_34487_42184370_1_1_1_1,00.html.
- Haldane, A.G., et P. Alessandri (2009), « Banking on the state », *BIS Review*, Banque des règlements internationaux, Bâle ;
www.bis.org/review/r091111e.pdf.
- Hay, G., et L. Silva Laughlin (2009), « How Living Wills Could Help Banks », 15 septembre, *The New York Times*, The New York Times Co., New York, N.Y.
- Jolly, D. (2009), « 2 Nations Agree to Ease Bank Secrecy Rules », *International Herald Tribune*, 12 mars, New York Times Co., New York.
- Kaiser, E. (2008), « After AIG rescue, Fed may find more at its door », 17 septembre, Reuters ;
www.reuters.com/article/idUKN1644235820080917.
- Kirkpatrick, G. (2009), « Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2009/1, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-v2009-art3-en>
- Marcussen, M. (2005), « The OECD: Soft Regulation and Solid Reputation », article présenté lors de la réunion annuelle de l'International Studies Association, 5 mars, Honolulu, HI.
- Mazzoni, A. (2009), « The 'Lecce Framework' and 'Soft Law' », *The Global Standard Blog*, 16 juillet, OCDE ;
<https://community.oecd.org/community/gcls/blog/2009/07/16/the-lecce-framework-and-soft-law>.
- Merkel, A., et J.P. Balkenende (2009), « Values for a Sustainable World Economy », 19 mars, *Spiegel Online* ;
www.spiegel.de/international/world/0,1518,614251,00.html.

- Obama, B. (2009), « Remarks by the President on Financial Rescue and Reform », 14 septembre à Federal Hall, New York, N.Y. ; www.whitehouse.gov.
- Observateur de l'OCDE, L' (2010), « Au cœur de l'activité bancaire », décembre 2009-janvier 2010, *L'Observateur de l'OCDE*, OCDE, Paris.
- OCDE (2006), « Policy Brief on Corporate Governance of Banks in Asia », juin, Asian Roundtable on Corporate Governance, OCDE, Paris ; www.oecd.org/dataoecd/48/55/37180641.pdf.
- OCDE (2009), « Countering Offshore Tax Evasion: Some Questions and Answers », 28 septembre, OCDE, Paris ; www.oecd.org/dataoecd/23/13/42469606.pdf.
- OCDE (2009), *Government at a Glance 2009*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264075061-en>
- OCDE (2009), *La crise financière : Réforme et stratégies de sortie*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264073050-fr>
- OCDE (2009), « Perspectives économiques de l'OCDE n° 85 », *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données). <http://dx.doi.org/10.1787/data-00367-fr>
- OCDE (2009), « Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation », 3 décembre, OCDE, Paris ; www.oecd.org/dataoecd/24/53/42221702.pdf.
- OCDE (2009), *OECD's Current Tax Agenda – September 2009*, OCDE, Paris ; www.oecd.org/dataoecd/38/17/1909369.pdf.
- O'Toole, F. (2010), « Balancing profit and loss, ups and downs, right and wrong », 6 mars, *The Irish Times*, The Irish Times Ltd., Dublin.
- Reuters (2009), « G20 Final Communiqué – Annex: Sustainable Growth », 25 septembre ; www.reuters.com/article/idUSTRE58O6W520090925.
- Solow, R.M. (2010), « Hedging America », *The New Republic*, 12 janvier, The New Republic, Washington, DC.
- Tett, G. (2009), *Fool's Gold*, Little, Brown, Londres.

- Treanor, J. (2010), « Even my parents think I'm overpaid, admits RBS chief executive », 12 janvier, *The Guardian*, Guardian News and Media Ltd., Londres.
- Valaskakis, K. (2009), « Are 'Frameworks' and 'Guidelines' Sufficient? », The Global Standard Blog, 27 juillet, OCDE ; <https://community.oecd.org/community/gcls/blog/2009/07/27/are-frameworks-and-guidelines-sufficient>.
- Wall Street Journal, The* (2009), « Volcker: Be Bold », 14 décembre, *The Wall Street Journal*, Dow Jones & Co., New York, N.Y.
- Wheatcroft, P. (2009), « City Shouldn't Rise to Sarkozy Rhetoric », 3 décembre, *The Wall Street Journal*, Dow Jones & Co. Inc., New York, NY.
- White, W.R. (2010), « Après la crise : la stabilité financière suffit-elle ? », n° 276-277, décembre 2009-janvier 2010, *L'Observateur de l'OCDE*, OCDE ; www.observateurocde.org/news/fullstory.php/aid/2603/Apr_E8s_la_crise_:la_stabilit_E9_financi_E8re_suffit-elle_.html.
- Chapitre 7**
- Benhaim, F., et R. Clarke (2009), « La course à la croissance verte », juin 2009, n° 273, *L'Observateur de l'OCDE*, OCDE, Paris ; www.observateurocde.org/news/fullstory.php/aid/2421/La_course_E0_la_croissance_verte.html.
- Cassidy, J. (2008), « He Foresaw the End of an Era », 23 octobre, *The New York Review of Books*, NYREV, Inc., New York, N.Y. ; www.nybooks.com/articles/archives/2008/oct/23/he-foresaw-the-end-of-an-era.
- Cecchetti, S., M. Mohanty et F. Zampolli (2010), « The future of public debt: prospects and implications », BIS Working Paper n° 300, Banque des règlements internationaux, Berne ; www.bis.org/publ/work300.pdf?noframes=1.
- Centre de Développement de l'OCDE (2010), *Perspectives du développement mondial 2010 : Le basculement de la richesse*, Éditions de l'OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264084742-fr>

- Convention-cadre des Nations unies sur le changement climatique (2007), « Climate Change: Impacts, Vulnerabilities and Adaptation in Developing Countries », CCNUCC, Bonn ; <http://unfccc.int/resource/docs/publications/impacts.pdf>.
- Cooper, G. (2008), *The Origins of Financial Crises*, Harriman House Ltd., Londres.
- Daily Telegraph, The (2009), « Queen told how economists missed financial crisis », 26 juillet, *The Daily Telegraph*, Telegraph Media Group Ltd., Londres, www.telegraph.co.uk/news/newstoppers/theroyalfamily/5912697/Queen-told-how-economists-missed-financial-crisis.html.
- Economist, The (2009), « The Other-Worldly Philosophers », 18 juillet, *The Economist*, The Economist Newspaper Ltd., Londres.
- Fonds monétaire international (2009), *Perspectives de l'économie mondiale 2009*, FMI, Washington, DC ; www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/textf.pdf.
- Fonds monétaire international (2010), *Perspectives de l'économie mondiale – avril 2010*, FMI, Washington, DC ; www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/textf.pdf.
- Frondel, M., *et al.* (2009), « Economic Impacts from the Promotion of Renewable Energy Technologies: The German Experience », Ruhr Economic Papers n° 156, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen ; http://en.rwi-essen.de/media/content/pages/publikationen/ruhr-economic-papers/REP_09_156.pdf.
- Gurría, A. (2009), « The Korean G-20 leadership: Assessing the key issues for 2010 – New sources of sustainable and balanced growth », remarques du Secrétaire général de l'OCDE à Séoul, 17 novembre ; www.oecd.org/document/18/0,3343,en_2649_37465_44080146_1_1_1_1,00.html.

- Gurría, A. (2010), « The transformation of China's growth pattern in the new global context », discours du Secrétaire général de l'OCDE au Forum de développement de la Chine à Pékin, 20 mars, www.oecd.org/document/32/0,3343,en_2649_34487_44848288_1_1_1_1,00.html.
- Hankinson, A. (2010), « How graduates are picking up the tab for their parents' lives », 31 janvier, *The Guardian*, Guardian News and Media Ltd., Londres.
- Kaletsky, A. (2010), « Academics ready to crush old economic theories with a new reality », 6 avril, *The Times*, News Corp., Londres.
- Keegan, W. (2009), « The sad truth is, Your Majesty, we banked on this never happening », 22 février, *The Observer*, Guardian News and Media Ltd., Londres, www.guardian.co.uk/business/2009/feb/22/bankers-criticism-credit-crunch.
- Krugman, P. (2010), « The Pain Caucus », 30 mai, *The New York Times*, The New York Times Co., New York, N.Y.
- Kwok, V.W.-Y. (2009), « Weaknesses in Chinese Wind Power », 20 juin, *Forbes Asia*, Forbes, New York, N.Y.
- Love, P. (2010), « OECD Economic Outlook: 'Disconnected from real needs'? », 2 juin, OECD Insights Blog ; <http://oecdinsights.org/2010/06/02/oecd-economic-outlook-disconnected-from-real-needs>.
- Mihm, S. (2008), « Dr. Doom », 15 août, *The New York Times*, The New York Times Co., New York, N.Y.
- OCDE (2009), *Économie de la lutte contre le changement climatique : Politiques et options pour une action globale au-delà de 2012*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264073913-fr>
- OCDE (2009), *La crise financière : Réforme et stratégies de sortie*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264073050-fr>
- OCDE (2009), *La croissance verte : La crise et au-delà*, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264083646-fr>

- OCDE (2009), *Panorama des statistiques de l'OCDE 2009 : Économie, environnement et société*, Éditions OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/factbook-2009-fr>
- OCDE (2010), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2009/2, Éditions OCDE.
http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2009-2-fr
- OCDE (2009), *Regards sur l'éducation 2009 : Panorama*, Éditions OCDE. http://dx.doi.org/10.1787/eag_highlights-2009-fr
- OCDE (2010), *Rapport intérimaire de la stratégie pour une croissance verte : Concrétiser notre engagement en faveur d'un avenir durable*, Éditions de l'OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264087781-fr>
- OCDE (2010), *Réformes économiques 2010 : Objectif croissance*, Éditions OCDE.
<http://dx.doi.org/10.1787/growth-2010-fr>
- OCDE (n.d.), « Preparing Fiscal Consolidation », Département des Affaires économiques, OCDE, Paris ;
www.oecd.org/dataoecd/16/1/44829122.pdf.
- Schwartz, N.D., et M. Saltmarsh (2009), « Developing World Seen as Engine for Recovery », 25 juin, *The New York Times*, New York Times Co., New York, N.Y.
- Seager, A. (2010), « Beware global economic imbalances, Mervyn King warns », 20 janvier, *The Guardian*, Guardian News and Media Ltd., Londres.
- Skidelsky, R., et M. Miller (2010), « Do not rush to switch off the life support », 4 mars, *The Financial Times*, The Financial Times Limited, Londres.
- Taleb, N.N. (2008), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Penguin Books, Londres.
- Walker, M., et C. Forelle (2010), « Euro-Zone Leaders Seek Compromise on Aid for Greece », *The Wall Street Journal*, Dow Jones & Co., New York.
- Walker, M. (2010), « Economies hinge on exit strategies », 25 janvier, *The Wall Street Journal*, Dow Jones & Co., New York.

White, W. (2009), « La macroéconomie moderne s'égaré », décembre, *Finance & Développement*, FMI, Washington, DC ;
www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/pdf/white.

Wolf, M. (2010), « The long road ahead », 11 février, *The Financial Times*, The Financial Times Limited, Londres.

Crédits photos:

Couverture : © Daisy Donovan/OCDE
pp. 8-9 : © Andy Dean - Fotolia.com
pp. 18-19 : © Medioimages/Photodisc/Getty Images
pp. 34-35 : © kalafoto - Fotolia.com
pp. 56-57 : © Franck Diapo - Fotolia.com
pp. 76-77 : © Richard Villalon - Fotolia.com
pp. 100-111 : © Christine Balderas/ Photodisc/Getty Images
pp. 124-125: © Mike Haufe - Fotolia.com

De la crise à la reprise

Causes, déroulement et conséquences de la Grande Récession

Nous traversons le ralentissement économique mondial le plus marqué depuis plus de six décennies. Comment est-il survenu ? Et comment rendre la reprise durable ? *De la crise à la reprise* retrace les causes, le déroulement et les conséquences de la « Grande Récession

» : une accumulation rapide de liquidité, combinée à une réglementation défaillante, a entraîné une crise financière qui a rapidement gagné l'économie réelle, avec son lot de disparitions d'entreprises et un chômage sans précédent depuis des décennies. Si le pire de cette crise semble à présent derrière nous, un retour rapide à une forte croissance paraît improbable, et l'emploi ne retrouvera pas son niveau d'avant la crise avant plusieurs années. En raison de l'importance de la dette à la fois publique et privée, tout indique que les compressions et les économies deviendront prioritaires, ce qui signifie que les répercussions de la récession continueront à se faire sentir dans les années à venir.

Dans la même collection :

Le capital humain, 2007

Le développement durable, 2008

Le commerce international, 2009

Les migrations internationales, 2009

Les pêcheries, 2010

www.oecd.org/lesessentiels

Visitez le blog : <http://oecdinsights.org>

