

# AU SECOURS, L

**B**ig One ». Cette paire de mots trotte désormais dans la tête des grands de ce monde. Boursiers de Wall Street, patrons des multinationales, économistes de haute réputation sentent, à travers des statistiques alarmistes et des chiffres hostiles, le spectre de la crise flotter tout à l'environnement. Mais en grand – en « big », comme disent les Anglo-Saxons : si une banque de grande taille venait à faire faillite, un indice boursier à piquer brutalement du nez, que pourraient faire les Etats pour enrayer la catastrophe ? Lestés de dettes depuis le renflouement des banques en 2008 et 2009, ils ne disposent guère de marges de manœuvre pour jouer les secouristes. Quant aux grands argentiers, les banquiers centraux, eux aussi endossèrent les habits de pompiers au faite de la crise et continuent de déverser encore des quantités inouïes de liquidités pour soutenir une économie mondiale dopée à l'artifice monétaire. Ironie suprême : sous l'effet de l'argent facile, le boursicotage de masse reprend comme au bon vieux temps – avant la crise des subprimes et la faillite de Lehman Brothers. La bulle spéculative représente en effet 6,5 fois la richesse mondiale produite pendant un an. Cette bulle contient de vraies bombes à retardement. Où se situe le détonateur ? Aux Etats-Unis, où la croissance s'essouffle ? En Allemagne, entrée en récession ? En Chine, tentée par une guerre des monnaies ? En Arabie saoudite touchée en son centre névralgique (voir p. 30) ? Difficile à dire. Sans attendre la déflagration, *Marianne* propose des idées pour les désamorcer. ■ F.D.

L'année dernière encore, les économistes parlaient de reprise. Aujourd'hui, changement de décor : l'Allemagne dévisse, les Etats-Unis s'essouffent, des grandes banques flageolent et la spéculation reprend de plus belle. Bref, ça "peut péter"... sauf si les Etats parviennent enfin à discipliner la finance.

PAR BAPTISTE BABLÉE, FRANCK DEDIEU ET BENJAMIN MASSE-STAMBERGER

## L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE BIENTÔT EN PANNE ?



RISQUE D'EXPLOSION

**T**rès forte », « très solide » : si l'on en croit les tweets estivaux de Donald Trump, l'économie américaine est plus florissante que jamais : le chômage est au plus bas (3,7 %), et la croissance vogue à un rythme à faire pâlir d'envie Macron et Merkel. Après une progression de 3,1 % en 2018, l'Amérique devrait encore connaître une expansion de plus de 2,5 % cette année. Le ralentissement, cependant, est avéré, confirmé par une série d'indicateurs décevants : les profits des entreprises, l'investissement ou encore la production industrielle ont commencé à nettement freiner. L'inversion de la courbe des taux cet été – qui signifie que l'Etat fédéral paye plus cher, en termes de taux d'intérêt, pour emprunter à court terme qu'à long

terme – est le signe que les investisseurs anticipent un ralentissement de l'activité dans les mois à venir. « En réalité, la croissance n'est désormais plus guère tirée que par le seul consommateur », estime Véronique Riches-Flores, économiste chez RF Research. Si ce dernier venait à flancher – le taux d'endettement privé atteint des niveaux inquiétants –, un cycle de retournement pourrait s'enclencher. Toute la question est en fait de savoir quand viendra la récession, et quelle sera son importance. Les optimistes espèrent qu'il s'agira d'un banal retournement « cyclique », les autres – de plus en plus nombreux – pensent que ce pourrait être le signal de départ d'une nouvelle tempête financière de grande ampleur.

## QUE FAIRE ? UN NEW DEAL VERT



RÉALISTE

UTOPIQUE

Le réflexe protectionniste de Trump pouvait se comprendre. Il fallait faire revenir les emplois à la maison. Et mettre la pression sur une Chine qui, au cours des trente dernières années, a profité des règles – ou de l'absence de règles – de la mondialisation pour aspirer l'essentiel des emplois industriels. Mais l'application désordonnée des tarifs douaniers a fait tanguer la stratégie de la Maison-Blanche. De fait, le président américain compte – sans le dire – sur les fondamentaux de la politique économique *made in USA* :

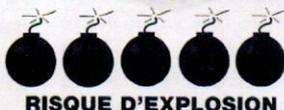
dérégulation financière et baisses massives d'impôt, en particulier pour les entreprises. Autant dire la même ordonnance de dopage qui avait abouti à la crise de 2008. Une solution pour l'économie américaine pourrait être un « New Deal vert » : un plan de relance centré sur les énergies renouvelables. Couplé à des tarifs douaniers ciblés sur ce secteur, il permettrait au pays de recréer des emplois productifs. Et de réconcilier les élites avec des classes moyennes « trumpisées » à force de déclassement et de mépris. ■

# A CRISE REVIENT !



## L'ALLEMAGNE EN RÉCESSION ?

Longtemps conquérante, l'économie allemande a commencé à cahoter l'an passé – avec une croissance de « seulement » 1,5 % –, avant de littéralement s'arrêter au printemps dernier : l'activité a reculé de 0,1 % au deuxième trimestre, et les exportations de 0,8 %, du jamais-vu depuis six ans. Humiliation suprême : l'Allemagne a fait moins bien que la France (+ 0,2 %) et même... que l'Italie (0 %), deux pays longtemps perçus par Berlin comme des cigales fainéantes et inefficaces.



Tout indique par ailleurs que l'économie devrait encore ralentir au troisième trimestre, ce qui signifierait une entrée en récession. Autant dire que rien ne va plus au royaume de Goethe.

« Leur modèle est mort, il n'est plus adapté à l'évolution de l'économie mondiale », tranche Véronique Riches-Flores. Un modèle reposant sur l'innovation industrielle, la compression des coûts salariaux et la délocalisation d'une partie du processus de production dans les pays de l'Europe de l'Est, là où la

main-d'œuvre est moins chère. Ce paradigme se heurte désormais à deux écueils : d'abord, le recul du commerce mondial, qui affecte particulièrement un pays où la moitié du PIB dépend des exportations – contre seulement 30 % pour la France – ; ensuite, l'autonomie croissante des pays asiatiques émergents – principaux marchés pour l'Allemagne – dans des secteurs où le *made in Germany* fait merveille, comme les machines-outils, les engins de transport et les robots.

## QUE FAIRE ? LA RELANCE DES INVESTISSEMENTS

Le modèle allemand s'est entièrement construit dans une logique d'adaptation à la « mondialisation heureuse ». L'entrée en crise de ce système en 2008 devait tôt ou tard aboutir à une remise en cause fondamentale du *made in Germany* – même si Berlin a longtemps reporté l'ajustement sur les pays de l'Europe du

Sud, soumis à une austérité violente en guise d'« adaptation ». Dès lors, quelles solutions ? Une première réponse réside dans une politique de relance, qui permettrait au moins à court terme de mettre un peu d'huile dans les rouages. Berlin en a largement les moyens, avec encore 45,3 milliards d'excédents



budgetaires accumulés au premier semestre de 2019, et une dette sous la barre des 60 % du PIB. De nombreuses voix exhortent l'Allemagne à relâcher les cordons de la bourse. « Il y a peu de chances que l'Allemagne change d'avis sur ce sujet, avertit Henri Sterdyniak, économiste à l'Observatoire français >

► des conjonctures économiques (OFCE). *Pour les Allemands, le problème vient d'une spécialisation industrielle qui n'est plus adaptée, mais la solution passe par les entreprises, et non par davantage d'investissements d'Etat.* »

Longtemps tabou, le débat sur la relance commence cependant à

émerger outre-Rhin, d'autant que Berlin bénéficie de taux d'intérêt négatifs, ce qui signifie que l'Etat allemand est littéralement payé pour emprunter. Beaucoup – y compris désormais au sein du patronat germanique – poussent désormais pour une relance via l'Etat fédéral, centrée sur des

infrastructures souvent délabrées. Les besoins en termes de logement ou d'éducation sont également criants. Investir dans ces domaines aurait aussi pour avantage d'encourager la consommation de ménages traditionnellement frileux. Ou comment faire d'une pierre deux coups. ■

## LA GUERRE DES MONNAIES DÉCLARÉE ?



**RISQUE D'EXPLOSION**

**E**n économie, la devise tient lieu d'arme atomique. Pour doper leur économie, les Etats jouent volontiers avec leurs droits de douanes, comparent en permanence leurs régimes fiscaux, pèsent au trébuchet leurs conditions sociales, mais quand ils « manipulent » leur monnaie, l'affaire prend une tout autre tournure. Fin mai, le ministère américain du Commerce reprochait aux Chinois de « sous-évaluer leur monnaie par rapport au dollar ». Facile à comprendre : avec une monnaie dépréciée, un pays peut

vendre plus facilement ses produits sur les marchés mondiaux et tailler des croupières aux voisins. Un yuan sous-coté par rapport au dollar rend mécaniquement la Chine plus compétitive, au grand dam de ses concurrents américains. De bonne guerre commerciale. A un détail près : si la Chine et les Etats-Unis dévalorisent à tour de rôle leur monnaie pour se neutraliser, une zone commerciale risque, d'un coup d'un seul, d'apparaître très chère. Laquelle ? La zone euro, bien sûr. Pour l'heure, rien de tel, au vu des parités très sages entre le dollar et l'euro. Mais, demain, si Trump – si enclin à faire pression sur la Banque centrale américaine, la Fed – en décide autrement ?

### QUE FAIRE ? CONVOQUER UN NOUVEAU BRETTON WOODS

**RÉALISTE**

**UTOPIQUE**

**PAR CHRISTIAN STOFFAËS,**  
président du Conseil d'analyse  
économique franco-allemand

« Des mots nouveaux qu'on n'avait pas entendus depuis longtemps ont fait leur apparition dans le vocabulaire économique. Le protectionnisme, jusqu'alors dissimulé, honteux, a fait place au protectionnisme agressivement affiché ; la dévaluation compétitive s'impose comme un instrument légitime de politique économique.



Tout un chacun fait sien, en l'adaptant, le slogan « *America First* ». La nouveauté, c'est que le mauvais exemple, jusqu'alors apanage des Etats cancre et des Etats voyous, est ici donné par la puissance dominante, garante de l'ordre international. Quand le chef transgresse ses propres règles, il y a lieu de s'inquiéter. La tentation s'impose évidemment de "resigner" les accords de Bretton Woods, approuvés en 1944. Un système monétaire international stable s'était alors institué avec le dollar comme monnaie de référence. Plus que la lettre, c'est l'esprit de Bretton Woods qu'il faut invoquer : c'est-à-dire un accord sur des règles et sur des instances pour les faire appliquer. Il existe déjà une collection de textes mais disparates, comme éparpillés. Ainsi des normes prudentielles pour empêcher la spéculation sans couverture ; ainsi de la levée du

secret bancaire avec la répression des territoires non coopératifs ; ainsi de la taxation des géants du numérique, peut-être la base d'une loi antitrust à l'échelle mondiale pour réprimer les abus de position dominante. Cette série de mesures n'a certes pas la même beauté conceptuelle que les parités fixes mais ajustables du système institué en 1944. Toutefois, on ne rétablira pas les changes fixes. La finance privée était alors balbutiante, la coopération visait les banques centrales. Aujourd'hui, les marchés financiers sont incommensurablement plus puissants, et la prééminence des Etats-Unis a fait place à la multipolarité. Mais on pourrait simplifier le corpus et confier la surveillance de leur application à un organisme déjà existant ayant fait ses preuves, telle qu'une OCDE élargie à des pays émergents. » ■

## CE N'EST CERTES PAS LA FIN DE LA MONDIALISATION, MAIS LE SENS DE LA MARÉE A BEL ET BIEN COMMENCÉ À S'INVERSER.



## LE COMMERCE MONDIAL À L'ARRÊT ?



### RISQUE D'EXPLOSION

Pour nos bons apôtres de la globalisation, il y a de quoi broyer du noir. Alors que les échanges mondiaux progressaient encore de 4,7 % en 2017, ce n'était plus que 3,3 % en 2018, et, pour 2019, le chiffre devrait être limité à seulement 2,7 %. L'explication la plus fréquemment citée par les commentateurs *mainstream* est bien sûr celle du conflit com-

mercial entre la Chine et les Etats-Unis. Sans être fautive, elle a surtout l'avantage de préserver le « système de la mondialisation », en faisant porter le chapeau des dysfonctionnements à l'imprévisibilité de Donald Trump. En réalité, les cahots du commerce mondial sont liés à des phénomènes plus profonds. D'abord, un freinage chinois lié à des causes largement internes. « La preuve, c'est que les exportations chinoises continuent à progresser, y compris vers les Etats-

Unis, alors que leurs importations reculent à un rythme de 8 % », constate l'économiste Jean-Luc Gréau. Et puis, une « régionalisation » des échanges est en cours à bas bruit, qui conduit, lentement mais sûrement, à rapprocher les zones de production et de consommation. En cause, notamment : des frais de transport qui ont augmenté dans un contexte de contrainte climatique, et des coûts de production en hausse dans les pays émergents. Ce n'est certes pas la fin de la mondialisation, mais le sens de la marée a bel et bien commencé à s'inverser.

## QUE FAIRE ? RAPPROCHER LE LIEU DE PRODUCTION DU CONSOMMATEUR

PAR JEAN-LUC GRÉAU, économiste et ancien expert du Medef

« Rapprocher la production de la demande est un objectif prioritaire. Il s'agit en tout premier lieu des marchandises de provenance lointaine telles que les produits électroniques et informatiques et les batteries automobiles. Quel sens y a-t-il d'importer des produits de 10 000 ou 12 000 km tandis que nous disposons des sites de production et des personnels aptes à les réaliser ? Et quelle est cette

politique de gribouille qui, d'un côté, s'efforce de délocaliser les productions conçues chez soi, pour déférer aux exigences des grands actionnaires, et, de l'autre, cherche à réduire les dépenses collectives pour faire face à l'affaissement des recettes fiscales et sociales issues de la production ? Il existe une mesure forte, prête de longue date, mais laissée en jachère, consistant



RÉALISTE

UTOPIQUE

à taxer le transport des marchandises sur de longues distances, en fonction du poids, du mode de transport et du kilométrage. Le ralliement des politiques à cette mesure « révolutionnaire » serait le plus fort indice du changement politique dont nous avons besoin. Car l'obstacle principal est là, la « volonte d'impuissance » de nos chefs politiques. » ■



## LA MENACE DE FAILLITES BANCAIRES ? RISQUE D'EXPLOSION

**P**lus de dix ans après la chute de Lehman Brothers, l'épée de Damoclès au-dessus du système financier tient toujours. Sans oublier le risque récurrent d'écroulement d'une grande banque européenne, au premier rang desquelles Deutsche Bank. A force de rachats en multiples milliards et d'acrobaties financières, la

célèbre banque allemande est de tous les scandales spéculatifs (subprimes, manipulation des changes, Panama Papers...) et paie milliard sur milliard au département américain de la Justice. Avec un bilan toujours miné par des produits toxiques, son cours de Bourse s'est écroulé de 94 % depuis 2007. Au point qu'elle a annoncé en juil-

let le plus grand plan social de son histoire, avec la suppression de 18 000 emplois. Malheureusement, en Europe, la régulation, via le Fonds de résolution unique (FRU), paraît inefficace. Pour preuve, la faillite en 2016 de la troisième banque italienne, la Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS), qui a in fine été sauvée... par le contribuable italien.

### QUE FAIRE ? CASSER LES BANQUES EN DEUX

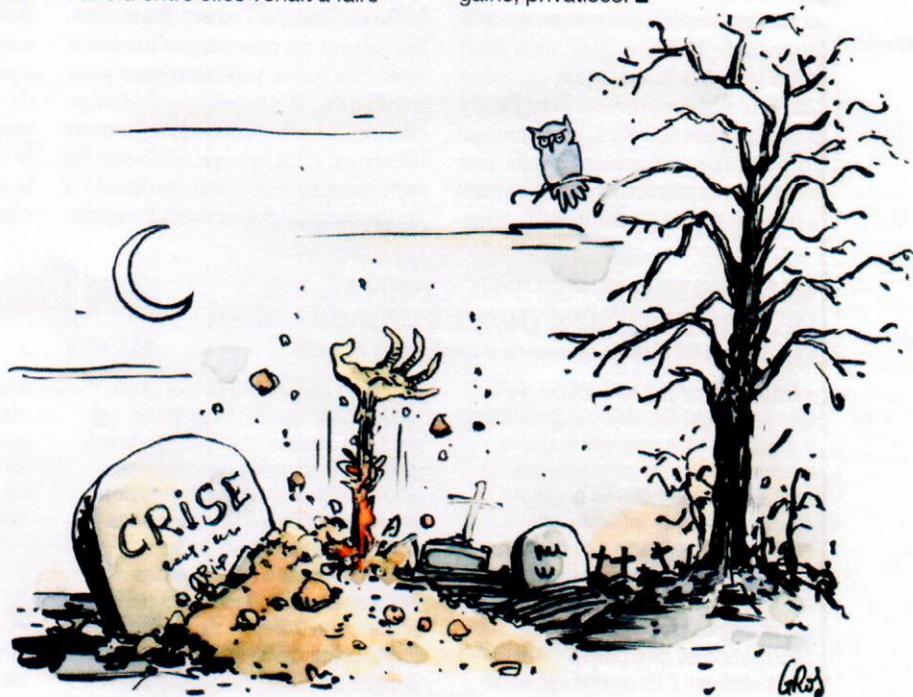


Dès lors, comment éviter la catastrophe ? Spécialiste de ces questions, l'économiste Laurence Scialom rappelle régulièrement que la mère des réformes demeure la séparation des activités bancaires les plus spéculatives (banque de marché) de celles les plus saines de la finance que sont les dépôts et les crédits à l'économie réelle (banque de détail). Aujourd'hui, la plupart des grandes banques mondiales - françaises y compris - cumulent ces activités. Or la séparation bancaire a fait ses preuves : entre son instauration en 1933 par le président américain Franklin Roosevelt sous le nom de Glass-Steagall Act pour ne plus

revivre la crise de 1929 et son démantèlement à partir des années 80, aucune grande crise financière n'est survenue. Et il n'aura fallu que quelques années après sa suppression pour qu'un nouvel effondrement se produise, en 2008. Séparer les activités bancaires, c'est limiter drastiquement les risques de transmission d'une crise financière à l'économie mondiale. La trentaine de grandes banques dites systémiques - dont les françaises BNP Paribas, Société générale, BPCE et Crédit agricole - sont en effet pieds et poings liés via leurs activités de marché. Et si l'une d'entre elles venait à faire

faillite, ce serait tout le château de cartes qui risquerait de s'écrouler, à la manière de ce qui s'est passé en 2008. Chaque Etat en était alors allé de son plan de sauvetage pour ses propres banques. A l'époque, la France avait mis 360 milliards d'euros sur la table, principalement sous forme de garanties. Pourrait-elle se permettre de débloquer de tels montants si une bulle financière explosait à nouveau ? Sans doute pas. Pour s'épargner ce casse-tête, l'idée de restaurer un système où on laisserait mourir la banque de marché qui aurait mal spéculé, et où l'on sauvegarderait la banque de dépôt et de crédit à l'économie, s'impose. Une manière de sortir d'un modèle pervers où les pertes sont socialisées et les gains, privatisés. ■

**LA DEUTSCHE BANK A ANNONCÉ EN JUILLET LE PLUS GRAND PLAN SOCIAL DE SON HISTOIRE, AVEC LA SUPPRESSION DE QUELQUE 18 000 EMPLOIS.**





## BIENTÔT LE KRACH BOURSIER?



**A** la machine à café, les boursiers de Wall Street s'amusent, mais, face à leur écran plat et aux courbes absconses, cette idée-là les tenaille ferme. Et pour cause, les plus

grands krachs de l'histoire « tombent »... au mois d'octobre. Le 24 octobre 1929, fameux « jeudi noir », puis le 19 octobre 1987, qualifié de « lundi noir », et le 6 octobre 2008, jour où la crise

## QUE FAIRE ? INTERDIRE LE TRADING À HAUTE FRÉQUENCE



« Le *trading* à haute fréquence (HFT en anglais) consiste à faire réaliser des opérations d'ordre d'achat ou de vente de titres financiers sur les marchés par des ordinateurs. Aujourd'hui, plus de la moitié des transactions financières en Europe et près des deux tiers aux Etats-Unis sont effectuées au moyen d'algorithmes, inondant les marchés de plusieurs millions d'ordres chaque seconde. Le HFT permet en fait à certains acteurs financiers – ceux qui ont les moyens d'acheter les ordinateurs les plus puissants à proximité des terminaux où sont centralisés les ordres de marché et de recruter les mathématiciens capables de concevoir des

**GAËL GIRAUD**, directeur de recherche au CNRS, professeur à l'Ecole des ponts Paris Tech.

algorithmes efficaces – de pratiquer légalement des délits d'initiés : ils « jouent » en effet à la micro- ou nanoseconde dans un film où la plupart de leurs concurrents ne jouent qu'à la milliseconde. Ce qui leur permet d'adresser aux marchés des millions d'ordres qui, aussitôt annulés, révèlent, l'espace d'un instant, la réaction potentielle de leurs adversaires ou leurs flux d'ordres en attente, puis d'agir en conséquence. Plus de 90 % des ordres présentés à la Bourse de New York par du HFT sont annulés. Ces gigantesques flux d'information n'ont rien à voir avec une stratégie raisonnée de prise de risque destinée à financer l'avenir incertain de nos économies. Par ailleurs, ils font

américaine des subprimes s'étend à l'Europe (- 9 % pour le CAC 40 en une seule séance). En fait, leur trouille ne tient pas à de la simple superstition. Sur dix ans, le Dow Jones, l'indice des grandes sociétés américaines, a progressé de 181 %. Certes, les profits augmentent, mais une bonne part de cette envolée boursière provient de la spéculation. Les investisseurs se damnent pour les fameux Gafam et consentent à déboursier beaucoup pour les acheter. Pour se donner une idée de cette folle cote d'amour : la valorisation d'Amazon représente 78 fois ses profits attendus cette année, celle de Carrefour seulement 14 fois. Autrement dit, le site américain se paie presque cinq fois et demie plus cher (78/14) que le grand distributeur français. Pas besoin de faire un dessin pour comprendre : si l'une de ces valeurs stars de la cote comme Apple ou Facebook venait à décevoir, la spéculation retomberait comme un soufflé, les titres s'effondreraient pour recouvrer un niveau « normal », mais ils emporteraient avec eux toutes les Bourses de la planète au rythme des fuseaux horaires.