

# LA LETTRE ÉCO

The cover of the magazine 'STRATÉGIES & ÉTUDES ÉCONOMIQUES' features a black and white photograph of a rocky coastline with a lighthouse on a cliff. A red horizontal band across the middle contains the title in white text. A vertical dotted line runs down the center of the cover.

## STRATÉGIES & ÉTUDES ÉCONOMIQUES

### LE COIN DES ÉPARGNANTS

- Le tableau économique et financier
- Coup d'arrêt sur les marchés
- Belgique, quand l'efficacité fiscale rencontre l'éthique

### C'EST DÉJÀ HIER

- Des entreprises en meilleure santé
- Le bel été français
- Petit trou d'air pour l'emploi en France

### LE COIN DE LA CONJONCTURE

- La croissance ne se dérobe pas
- Deux industries en une
- Le Brexit a déjà commencé
- Le Chili, le bon élève de l'Amérique latine

### LE COIN DES TENDANCES

- De Khéops à « la boîte de nuit » de Jacques Attali, 4000 ans de krach

### LE COIN DU GRAPHIQUE

- Les 60/69 ans en tête pour le niveau de vie

### LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

### LE COIN DES STATISTIQUES

## LE COIN DES ÉPARGNANTS

	Résultats 10 novembre 2017	Évolution sur 5 jours	Résultats 31 déc. 2016
<b>CAC 40</b>	5 380,72	-2,49 %	4 862,31
<b>Dow Jones</b>	23 422,21	-0,50 %	19 762,60
<b>Nasdaq</b>	6 750,94	-0,20 %	5 383,12
<b>Dax Allemand</b>	13 127,47	-2,61 %	11 481,06
<b>Footsie</b>	7 432,99	-1,68 %	7 142,83
<b>Euro Stoxx 50</b>	3 593,76	-2,61 %	3 290,52
<b>Nikkei 225</b>	22 681,42	+0,63 %	19 114,37
<b>Taux de l'OAT France à 10 ans (20 heures)</b>	0,782 %	+0,028 pt	0,687 %
<b>Taux du Bund allemand à 10 ans (20 heures)</b>	0,408 %	+0,045 pt	0,208 %
<b>Taux du Trésor US à 10 ans (20 heures)</b>	2,400 %	+0,057 pt	2,454 %
<b>Cours de l'euro / dollars (20 heures)</b>	1,1661	+0,48 %	1,0540
<b>Cours de l'once d'or en dollars (20 heures)</b>	1 275,320	+0,46 %	1 154,570
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars (20 heures)</b>	63,500	+2,31 %	56,620

### Coup d'arrêt sur les marchés

Le CAC 40 a reculé de près 2,50 %, cette semaine, ce qui constitue le plus mauvais résultat hebdomadaire depuis le mois d'août dernier. Les investisseurs ont souhaité engranger quelques bénéfices après plusieurs semaines de fortes hausses. Par ailleurs les incertitudes qui pèsent sur la future réforme fiscale de Donald Trump les ont peut-être incités à se replier sur des valeurs sûres. La proposition par le Sénat américain de reporter à 2019, la baisse de l'impôt sur les sociétés, de 35 à 20 % a jeté un froid. Les indices américains avaient fortement augmenté en partie dans l'espoir de l'engagement rapide de baisses d'impôt. Ces incertitudes se doublent de résultats statistiques décevants. La confiance du consommateur américain s'est ainsi tassée en novembre, l'indice établi par l'Université du Michigan reculant à 97,8 points en données provisoires de novembre après 100,7 en octobre. Mais il faut signaler que le mois dernier avait marqué un pic de près de 14 ans.

## Belgique, quand l'efficacité fiscale rencontre l'éthique

Si les pays européens ont tendance à alléger la fiscalité sur les entreprises et sur le patrimoine, le gouvernement belge s'est engagé, en juillet dernier, dans la réintroduction d'une taxe sur les détenteurs de titres financiers. Ainsi, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018, les résidents fiscaux belges détenteurs d'actions, d'obligations ou de parts dans des organismes de placement collectif pour un montant cumulé de 500 000 euros seront assujettis à un prélèvement fiscal annuel de 0,15 %. Cette mesure s'appliquera également aux comptes-titres détenus par des résidents fiscaux belges au sein d'établissements financiers domiciliés en dehors du Royaume. Les opérations de réduction de capital, jusqu'à présent exonérées d'impôt sur le revenu, seront désormais taxées si elles portent sur des réserves de la société. Par ailleurs, les plus-values réalisées par l'intermédiaire de holdings seront assujetties à l'impôt sur les sociétés. Enfin, les revenus réalisés à l'intérieur de structures juridiques situées dans un État à fiscalité « faible » devront être taxés en Belgique. Ces mesures ont été annoncées avant la publication des « Paradise Paper ». Les États européens souhaitant réduire leur endettement tentent de limiter les fuites fiscales.

## C'EST DÉJÀ HIER

### Des entreprises en meilleure santé

En 2015, selon l'INSEE, l'ensemble des secteurs marchands non agricoles comptabilisait 4,0 millions d'entreprises au sens unités légales et entreprises profilées pour un chiffre d'affaires hors taxes global de 3 800 milliards d'euros. Leur valeur ajoutée a atteint 1 100 milliards d'euros, soit plus de 50 % de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie française. Après plusieurs années difficiles du fait de la faiblesse de la demande tant intérieure qu'internationale, la valeur ajoutée des entreprises a renoué avec la croissance en 2015 avec un gain de 2,4 %.

En 2015, la valeur ajoutée médiane des entreprises de 250 salariés ou plus est de 33 millions d'euros. C'est 30 fois supérieur à celle des entreprises de 10 à 249 salariés, 300 fois supérieur à celles de 1 à 9 salariés et 2 000 fois supérieur aux unités sans salarié. Les plus petites entreprises sont très hétérogènes : on y trouve des artisans, des professions libérales, mais aussi des sièges sociaux, des sociétés civiles immobilières (SCI), des filiales de multinationales, etc. Un quart des entreprises sans salarié ne dégagent quasiment pas de valeur ajoutée. Et, avec une valeur ajoutée médiane à 16 000 euros, 600 000 unités ne financent pas l'équivalent d'un SMIC (coût annuel à temps plein charges patronales comprises : près de 20 000 euros).

### La reprise de l'investissement

Après deux années de recul, l'investissement a augmenté en 2015 avec un gain de 3,5 %. Du fait de l'augmentation de la valeur ajoutée, le taux d'investissement est resté orienté à la baisse jusqu'en 2014 et ne s'est redressé que de 0,2 point en 2015. Il retrouve le chemin de la hausse en 2016. Le rebond a été favorisé par le dispositif de suramortissement mis en place en avril 2015. Le vieillissement des équipements des entreprises imposait une remise à niveau facilitée par l'amélioration des résultats et une demande finale en hausse.

## **Des résultats financiers en progrès**

Le taux de marge qui était orienté à la baisse depuis 2012 s'est redressé de 1,1 point. Cette augmentation est imputable aux mesures prises pour la réduction du coût du travail et pour l'amélioration de la compétitivité des entreprises. Les cotisations sociales ont augmenté moins vite que les salaires grâce à la montée en charge du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi et la mise en place du Pacte de responsabilité et de solidarité. Dans l'industrie, les transports et entreposage, l'immobilier et les services aux particuliers, le taux de marge a retrouvé un niveau supérieur à celui de 2010.

Le taux de marge qui rapporte l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée aux coûts des facteurs de production restait 1,5 point en retrait de son niveau de 2010. Les grandes entreprises ont enregistré le plus fort rebond en 2015 (+1,7 point) qui a été plus modéré pour les entreprises de 1 à 9 salariés (+0,7 point) et celles de 10 à 249 salariés (+0,6 point). En 2015, le taux de marge a augmenté dans cinq secteurs : l'industrie (+2,2 points), l'hébergement et restauration (+2,2 points), le commerce (+1,6 point), l'information et communication (+0,9 point) et les transports et entreposage (+0,6 point). Il est stable dans les autres secteurs.

La rentabilité financière et le taux d'autofinancement des entreprises se sont améliorés en 2015. Sur la période 2010 à 2013, ils étaient orientés à la baisse avant de se stabiliser en 2014. La mise en place du CICE en 2013 et la montée en puissance du pacte de compétitivité à partir de 2015 ont contribué à ce retournement de tendance.

## **Une forte croissance de la création d'entreprises**

En 2016, dans l'ensemble de l'économie marchande non agricole, 554 000 entreprises ont été créées, soit 6 % de plus qu'en 2015. Il s'agit de la plus forte hausse depuis six ans. La France est un des pays de l'OCDE en pointe pour la création d'entreprises. Cette situation est liée à la simplicité du statut de micro-entreprise. Elle est également la conséquence du développement d'activités de service générées par les plateformes digitales. Les créations de sociétés augmentent (+10 %), de même que les créations d'entreprises individuelles classiques (+10 %). Les défaillances d'entreprises sont, quant à elles, en fort recul depuis la fin 2015. Début 2017, le nombre de 57 000 défaillances cumulées sur un an a retrouvé son niveau du début de l'année 2009.

## **Des exportations concentrées sur un nombre réduit d'entreprises**

Selon l'INSEE, en 2014, les 50 entreprises ayant réalisé les plus fortes exportations concentrent 34 % des exportations. Les 500 premières en concentrent 60 % et les 5 000 premières 86 %. Cette situation s'explique par la structure de notre tissu économique duale comportant de grandes entreprises présentes sur les marchés mondiaux, un grand nombre de petites entreprises dans le secteur tertiaire et peu d'entreprises de taille intermédiaire.

## **10 ans après, les stigmates de la crise s'effacent doucement**

Dix ans après la crise de 2008, les entreprises commencent à en effacer les stigmates. À la différence de certains pays européens, les coûts salariaux n'ont pas diminué du fait de la rigidité des salaires à la baisse. La période 2010/2013 a été marquée par une augmentation des charges et des impôts. À partir de 2013, un nouveau cycle s'est ouvert avec la mise en place du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi. De 2008

à 2017, les faillites ont épargné les grands groupes même si des restructurations ont concerné plusieurs d'entre eux. Si la crise de 2008 a, par sa nature, mis en difficulté certaines sociétés financières, les années qui suivirent révélèrent les faiblesses d'entreprises industrielles en particulier dans les secteurs du textile, des transports et de l'automobile (Alstom, PSA, Air France, STX, etc.). Les faillites ont concerné avant tout les sous-traitants et les entreprises de taille intermédiaire. Le paysage économique français a changé avec la poursuite de la tertiarisation, la concentration de l'activité au sein des grandes agglomérations et la poussée du digital.

### **Le bel été français**

La saison estivale 2017 a été un bon cru pour le tourisme français. Au troisième trimestre, selon l'INSEE, la fréquentation dans les hébergements collectifs touristiques, (exprimée en nuitées) augmente de 4,1 % par rapport à la même période de 2016. Cette progression résulte du retour de la clientèle étrangère qui avait fui notre pays en raison des attentats. La clientèle non résidente progresse en effet de 5,0 % quand l'augmentation pour les résidents français n'est que de 3,7 %. C'est le quatrième trimestre consécutif de hausse, effaçant ainsi les baisses précédentes. Désormais, le nombre de nuitées du trimestre dépasse de 2,5 % celui du troisième trimestre 2015 et le seuil des 200 millions de nuitées est franchi pour la première fois.

La situation s'est nettement améliorée au troisième trimestre pour les hôtels. Ils enregistrent une hausse de leurs nuitées de 5,2 % en glissement annuel. La progression de la clientèle étrangère est nette avec un gain de +8,7 %. L'Île-de-France a enregistré une forte croissance mais qui ne permet pas de compenser la diminution subie après les attentats. La fréquentation hôtelière augmente également sur le littoral (+4,1 %), dans les zones urbaines de province (+3,7 %) et plus modérément dans les autres espaces. Elle fléchit légèrement dans les massifs de haute montagne. Le taux d'occupation des hôtels a atteint 68,8 % (+3,4 points sur un an).

Pour les campings, la hausse de fréquentation est plus modérée (+2,5 % en un an, +3,5 % sur deux ans). En effet, contrairement aux hôtels, la chute de la fréquentation de 2016 ne les a pas concernés. Par ailleurs, en 2017, ils ont souffert de la météo qui a été médiocre dans le Nord de la France. Les vacanciers privilégient de plus en plus les hébergements haut de gamme en matière de camping (+10,0 % pour les 4-5 étoiles) et pour les emplacements équipés (+5,9 %).

### **Petit trou d'air pour l'emploi en France**

Au troisième trimestre, l'emploi salarié privé a réalisé une contreperformance avec une croissance de +0,2 % (après +0,4 %, soit 29 700 créations nettes d'emploi après 81 500 au deuxième trimestre). Sur un an, l'emploi salarié privé s'accroît néanmoins de 1,3 % (soit +240 900). Hors intérim, il augmente de 0,2 % sur le trimestre (soit +28 200) et de 0,8 % sur un an (+152 800).

L'emploi salarié privé baisse légèrement dans l'industrie (-0,1 %, soit -3 600) ainsi que dans l'agriculture. Il continue d'augmenter dans la construction (+0,5 %, soit +6 700, après +0,4 %). Sur un an, l'emploi privé diminue de 15 700 dans l'industrie, tandis qu'il s'accroît de 18 100 dans la construction.

Au troisième trimestre 2017, dans les services marchands, les créations ont augmenté : +0,3 % (soit +31 000), après +0,6 % au deuxième trimestre. Hors intérim, le

ralentissement est moins prononcé : +0,3 %, après +0,4 %. L'emploi intérimaire est quasi stable au troisième trimestre 2017 (+0,2 %, soit +1 500), après avoir fortement augmenté au trimestre précédent (+4,1 %). Sur un an, il reste en très forte hausse (+14,0 %, soit +88 100). L'ajustement par rapport au trimestre précédent s'explique donc par un moindre recours à l'intérim durant la période estivale.

De son côté, l'emploi non marchand privé se replie sur le trimestre (-0,2 % après +0,2 %) du fait de l'arrêt de certains contrats au sein des collectivités territoriales mais augmente sur un an (+0,5 %, soit +12 500).

Une amélioration est attendue au cours du 4<sup>e</sup> trimestre en raison du maintien d'un bon taux d'activité et d'une reprise de l'intérim.

## LE COIN DE LA CONJONCTURE

### La croissance ne se dérobe pas

#### En France, éclaircie confirmée

La croissance de l'économie française est stable. En effet, la Banque de France prévoit un taux de 0,5 % au quatrième trimestre comme au trimestre précédent. Dans ces conditions le PIB devrait s'accroître de 1,8 % sur l'ensemble de l'année, selon la banque centrale. Sa prévision se fonde sur les résultats de son enquête mensuelle de conjoncture auprès des chefs d'entreprise.

La croissance pourrait être portée par un dynamisme retrouvé de l'industrie. La métallurgie, la chimie et l'automobile devraient enregistrer de bons résultats en cette fin d'année. Dans les services, tous les secteurs progressent à l'exception de l'hébergement et de la restauration. Dans le secteur du bâtiment, l'activité semble être en hausse dans le gros œuvre comme dans le second œuvre. Mais les créations d'emploi y sont faibles.

#### La zone euro retrouve des couleurs

Jeudi 9 novembre, la Commission européenne a présenté ses prévisions d'automne. Elle prévoit un taux de croissance de 2,2 % en 2017 pour la zone euro, en très nette augmentation par rapport aux précédentes estimations (1,7 %). Ce taux serait le plus élevé de ces dix dernières années.

Cette accélération de la croissance repose sur une très bonne tenue de la consommation privée, le recul du chômage et l'augmentation de l'investissement. Pour l'ensemble de l'Union européenne, Bruxelles table sur une croissance de 2,3 %, au lieu des 1,9 % anticipés il y a six mois. Pour les deux prochaines années, la Commission s'attend à une décélération pour la zone euro comme pour l'Union. La baisse du chômage devrait se poursuivre en 2018 et 2019, pour atteindre un taux de 7,9 % dans deux ans.

La Commission prévoit la poursuite de l'assainissement des comptes publics avec un déficit public pour la zone euro de 0,8 % du PIB en 2019, contre 1,1 % cette année. La dette publique, qui représente aujourd'hui 89,3 % du PIB des États, passerait à 85,2 %

dans deux ans. La France restera parmi les pays à fort déficit et à dette importante avec des taux respectifs de 2,9 % et de 96,9 % du PIB pour 2017.

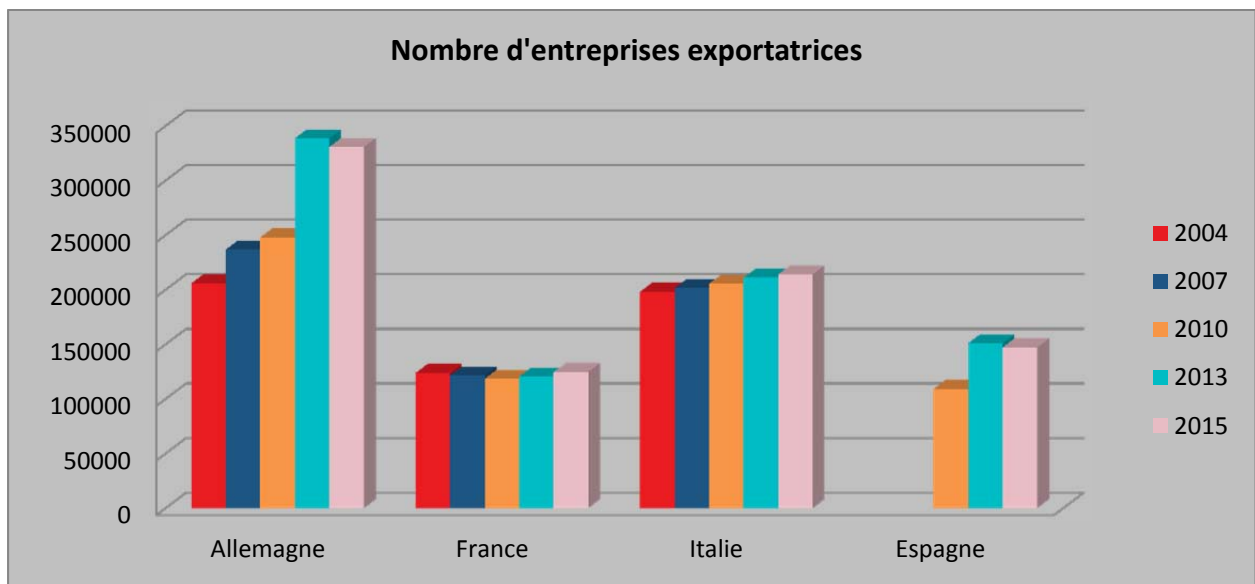
Parmi les risques pouvant mettre à mal ce scénario, les membres de la Commission s'attardent sur les tensions géopolitiques mondiales, le durcissement des conditions de crédit avec un relèvement des taux, l'atterrissage de l'économie chinoise, la montée du protectionnisme ou bien encore le Brexit.

**Deux industries en une**

En France, l'industrie pèse peu en nombre d'entreprises (8 %) mais rassemble cependant plus d'un tiers des entreprises de 250 salariés ou plus. Elle réalise 55 % des exportations françaises. Elle assure plus de 30 % des investissements.

Depuis de nombreuses années, le déclin de l'industrie française est mis en avant avec, comme symbole, la baisse continue des effectifs ou la détérioration du solde industriel pour la balance commerciale. Pour autant, les secteurs de l'aéronautique, du spatial, de la pharmacie ou du luxe sont internationalement reconnus. L'industrie française semble avoir plusieurs facettes : d'un côté, une industrie tournée vers l'exportation, axée sur le haut de gamme, intégrant du savoir-faire et très compétitive ; de l'autre, une industrie plutôt de gamme moyenne confrontée à des coûts salariaux élevés et en difficulté. L'industrie française a été la grande victime des années qui ont suivi la Grande Récession de 2008 avec une baisse de 20 % des effectifs. L'industrie française a de plus en plus de mal à répondre à la demande intérieure. Ainsi, face à une demande totale en hausse de 10 % depuis le début de l'année 2014, les importations se sont accrues de 20 % quand la hausse de la valeur ajoutée des entreprises manufacturières françaises n'a progressé que de 5 % (sources INSEE, Datastream).

Le nombre d'entreprises françaises qui exportent est étale depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle quand il a fortement progressé en Allemagne et augmente tant en Italie qu'en Espagne.



Services des douanes et instituts statistiques des différents pays

Cependant, cette photographie de l'industrie française ne traduit qu'imparfaitement la réalité. En effet, plusieurs secteurs enregistrent de très bons résultats. En particulier,

l'aéronautique-espace, le luxe et la pharmacie. Ces trois secteurs dégagent des excédents commerciaux tout en maintenant leurs effectifs. Depuis 1998, l'aéronautique et la pharmacie ont doublé leur production. En excluant ces trois secteurs des statistiques, la situation industrielle française apparaît très dégradée tant en termes de balance commerciale qu'en termes d'emplois. Les secteurs porteurs de l'industrie française sont positionnés sur le haut de gamme et ont réussi à préserver leurs marges pour maintenir un niveau élevé d'investissement. Les transports aériens, la santé et le luxe sont des secteurs à forte croissance compte tenu de l'évolution de la structure de la population à l'échelle mondiale, du développement d'une classe aisée de plus importante, d'une augmentation des classes moyennes et du vieillissement de la population. Par leur positionnement sur le haut de gamme ou en jouant avec l'éclatement des chaînes de production à l'échelle mondiale, les grands groupes ont pu s'affranchir de la contrainte des coûts de production français. En revanche, les entreprises industrielles évoluant sur des marchés matures et n'ayant pas réussi à monter en gamme sont confrontées à une vive concurrence de la part des pays émergents d'Asie ou d'Europe de l'Est mais aussi de l'Europe du Sud.

### **Le Brexit a déjà commencé**

Le 23 juin 2016, les électeurs britanniques votaient en faveur de la sortie de leur pays de l'Union européenne. Si, dans un premier temps, la seule conséquence de cette décision fut la dépréciation de la livre sterling, depuis quelques mois, les inquiétudes et les incertitudes minent l'économie d'Outre-Manche. À 500 jours de la sortie programmée du Royaume-Uni, les négociations avec les autorités européennes sont enlisées. Le patronat britannique s'inquiète de la situation qui pourrait déboucher sur une stagnation voire une récession. Le 6 novembre dernier, le Président de la Confederation of British Industry a souligné que « pour beaucoup d'entreprises, l'horloge est réglée bien avant mars 2019 ; elle est fixée sur le moment où il faudra actionner les plans de secours ». Le patronat souhaite une longue période de transition. À défaut d'avoir un cadre d'ici le premier trimestre 2018, de plus en plus d'entreprises envisagent de migrer vers le vieux continent tout ou partie de leurs activités. Les centres de recherche, dont certains vivent en partie grâce à des crédits européens, pourraient franchir la Manche. En outre, de nombreux chercheurs travaillant au Royaume-Uni sont d'origine européenne. Les entreprises ne connaissent pas encore quel sera le sort réservé aux ressortissants européens.

De plus en plus d'entreprises britanniques avouent avoir des problèmes pour signer des contrats pluriannuels de fournitures de biens et de services, ne sachant quels seront les droits de douane applicables en mars 2019.

Le secteur de la construction commence à ressentir les effets du Brexit, les investisseurs préférant se donner du temps avant de s'engager dans la construction de bureaux. La crainte non seulement qu'ils demeurent vides mais aussi la difficile évaluation des coûts de construction les inquiètent. En effet, le Royaume-Uni importe de nombreux biens de construction (verre, revêtements, circuits d'aération) qui pourraient supporter des droits de douane.

A défaut de garanties sur le maintien du passeport européen permettant de bénéficier de la libre prestation de services, les banques et les assurances se préparent à délocaliser une partie de leurs activités sur le continent.



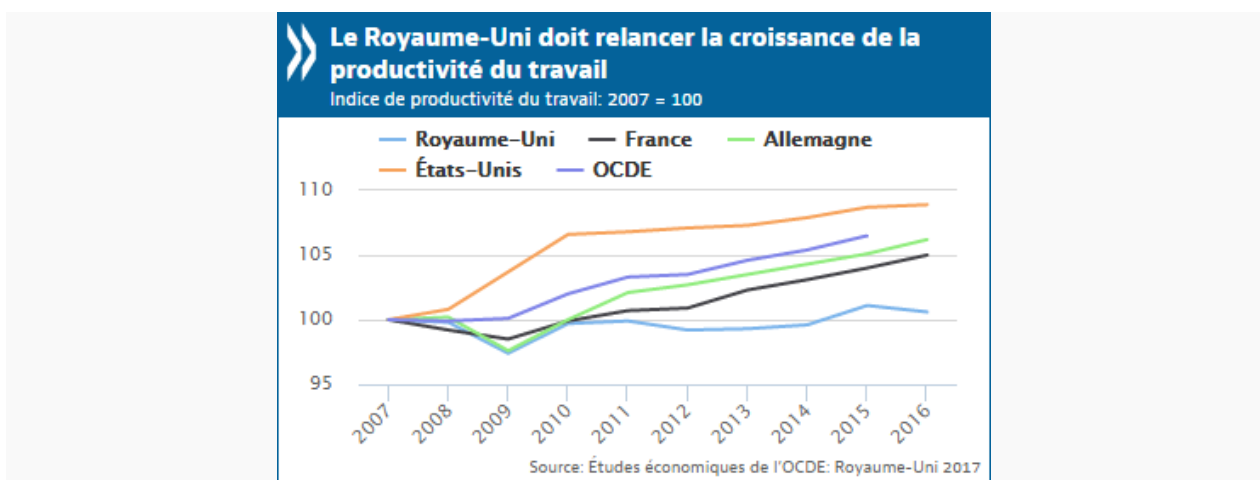
Depuis le vote sur la sortie de l'Union européenne, l'économie du Royaume-Uni doit faire face à une contraction du pouvoir d'achat des ménages du fait de la hausse des prix et de la dépréciation de la livre sterling, à une baisse du taux d'épargne et à la diminution du solde migratoire.

Avant même ce vote, l'économie britannique était une économie déséquilibrée. Le Brexit a accentué ces travers de sorte que, comme le souligne le secrétaire général de l'OCDE, M. Gurria, « le Royaume-Uni est entré dans une passe difficile, le Brexit créant de graves incertitudes économiques qui pourraient étouffer la croissance pour les années à venir », Le pays est confronté à un important déficit commercial récurrent qui représente 7 % de son PIB. Le déficit de ses transactions courantes qui intègre les services s'élève à 5 % du PIB. Au sein des pays occidentaux, seuls les États-Unis enregistrent de tels résultats négatifs. Ces déficits sont compensés par les entrées de capitaux et de revenus. En cas d'assèchement de ses sources, le Royaume-Uni pourrait être confronté à un problème de liquidités comme ce fut le cas dans les années 70, difficultés qui nécessiterent alors l'intervention du FMI.

Depuis 2008, pour doper la croissance et donc récupérer des recettes fiscales, les gouvernements successifs ont parié sur la construction. La Banque centrale a abaissé ses taux et des mesures visant à faciliter l'accès à la propriété ont été prises.

La mise en place d'une politique non-conventionnelle d'achats d'actifs a dopé les cours boursiers et renforcé les effets de richesses. A la différence des Européens continentaux, les Britanniques disposent de portefeuilles en actions importants. Les effets richesses provoqués par la bourse et la baisse des taux ont contribué à la reprise de l'économie dans les années 2010.

Cette stratégie économique a buté sur la stagnation de la productivité du travail. Si le chômage est repassé en-dessous de 5 %, ce résultat a été obtenu par une augmentation des emplois à faible valeur ajoutée et à la montée de l'auto-entrepreneuriat. Le déclassement des cadres et la paupérisation d'une partie des salariés ont contribué au Brexit mais l'Europe n'était en rien responsable de cette situation.



Le secrétaire général de l'OCDE estime « que le Royaume-Uni devra conserver des liens économiques aussi étroits que possible avec l'Union européenne, tant pour les échanges de biens et de services que pour la circulation des travailleurs ». Pour

l'OCDE, la sortie de l'Union européenne rend encore plus nécessaire l'engagement de réformes structurelles, la réduction des déficits commerciaux et budgétaires. Le renforcement de la qualité des emplois est jugé indispensable afin d'améliorer la productivité économique. Ironie de l'histoire, la sortie de l'Union risque de se traduire par la mise en place de politiques encore plus libérales qu'auparavant.

L'OCDE considère que le Royaume-Uni ne pourra continuer à prospérer qu'à la condition de signer un accord de coopération poussé avec l'Union européenne. Cela passe également par une forte intégration des industries de réseau dans les chaînes de valeur mondiale et par le maintien d'un bon accès des secteurs de services aux marchés étrangers.

Malgré un déficit et une dette importants, l'OCDE pense que le Royaume-Uni aurait tout à gagner d'utiliser l'arme budgétaire afin de relancer l'investissement et de favoriser l'obtention de gains de productivité.

Pour financer ce plan de relance, une augmentation des cotisations d'assurance nationale est envisagée tout comme l'indexation des pensions publiques sur les revenus moyens d'activité.

L'OCDE juge nécessaire de réduire les écarts de revenus et de productivité entre les régions britanniques et notamment entre Londres et le Nord du pays. Pour cela, elle préconise un effort de modernisation des transports publics et une politique active en matière de logement. Ainsi, elle propose une poursuite de la décentralisation qui devrait passer par une augmentation de la part des recettes d'impôts sur les biens immobiliers revenant aux collectivités locales. Elle suggère également un accroissement des aides à l'innovation, le renforcement de la collaboration entre les entreprises et les universités, et l'adaptation de l'enseignement technique aux besoins des entreprises locales.

Le Royaume-Uni se situant en plein emploi, une dynamisation par le haut du marché du travail est souhaitée. Elle passe par une amélioration des droits des travailleurs sous contrat « zéro heure » en termes de sécurité de l'emploi, ainsi que par des dispositifs individualisés pour améliorer les perspectives de formation tout au long de la vie. Des mesures visant à faciliter l'immigration d'actifs seraient également indispensables.

### **Le Chili, le bon élève de l'Amérique latine ?**

Le Chili a prévu de renouveler le 19 novembre et le 17 décembre prochain un très grand nombre d'élus. Sont, en effet, prévues les élections d'un nouveau Président, de 155 députés, de 23 sénateurs sur les 50 que compte la Chambre haute et de 278 conseillers régionaux.

L'ancien président Sebastián Piñera et les sénateurs Alejandro Guillier et Beatriz Sanchez sont les principaux candidats à la succession de la présidente sortante Michelle Bachelet qui ne peut pas se représenter (il n'est pas possible d'effectuer deux mandats consécutifs). M. Piñera (centre droit), qui a dirigé le pays entre 2010 et 2014, est en tête dans les sondages. Le candidat du « Pacte Force de Majorité » (centre gauche), le sénateur Alejandro Guillier, arrive en deuxième position.

Sebastian Piñera a été l'unique président de droite depuis la fin de la dictature du général Augusto Pinochet (1973-1990). Pour la prochaine élection, il est soutenu par

une coalition de droite modérée formée par les partis Rénovation nationale (RN, centre droite), Evopoli (Évolution Politique, centre droite) et Régionaliste Indépendant (PRI, centre droite). A ces partis modérés s'est néanmoins associée l'Union démocrate indépendante (UDI qui était rattaché à Pinochet).

Alejandro Guillier est donc le représentant du « Pacte Force de Majorité » qui est actuellement au pouvoir et qui se compose de l'ancienne alliance constituée du Parti socialiste, du parti démocrate, des radicaux socio-démocrates, et du parti communiste. En revanche, la Démocratie Chrétienne qui soutenait la Présidente sortante a décidé de sortir du bloc gouvernemental et de présenter son candidat à l'élection présidentielle. Durant le mandat de Michelle Bachelet, des tensions sont apparues sur la politique économique et sociale à suivre. Le candidat du « Pacte Force de Majorité » est handicapé par l'impopularité qui frappe la Présidente sortante. Par ailleurs en octobre 2016, la coalition de centre gauche au pouvoir a connu un échec lors des élections municipales. En outre, les scandales financiers mettant en cause des personnalités de la majorité pourraient peser sur les résultats.

Au Chili, la population est divisée en deux ; une partie se prononce en faveur du libéralisme quand l'autre demande une augmentation de la couverture sociale. Le débat se focalise sur l'accès à l'assurance-maladie et à l'éducation. En effet, si les bénéficiaires d'assurance-maladie privée peuvent accéder à des établissements de soin de qualité, pour ceux qui relèvent de la Sécurité sociale, les listes d'attente sont longues. A la différence de la quasi-totalité des pays de l'OCDE, l'éducation n'est pas gratuite. Pour les familles, la scolarisation des enfants coûte très chère. Dans le cadre de la campagne électorale, le candidat Piñera a promis un accroissement des aides tout en conservant le système privé. Un des problèmes majeurs du Chili reste donc la lutte contre la pauvreté même si des progrès ont été réalisés au cours des vingt dernières années. Le pays se caractérise désormais par l'un des plus bas taux de pauvreté en Amérique Latine tout en restant le pays de l'OCDE le plus inégalitaire.

En dépit du ralentissement marqué qui affecte la région depuis 2013, le Chili, membre de l'OCDE depuis 2010, reste une des économies les plus solides d'Amérique Latine. Quatrième économie sud-américaine - derrière le Brésil, l'Argentine et la Colombie - avec un PIB de 247 milliards de dollars (USD) en 2016, le Chili a repris la première place régionale dès 2014 en termes de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat (23 960 USD en 2016).

Entre 2001 et 2014, la croissance économique dynamique a été en moyenne de 4,5 % par an. Fortement touché par la Grande Récession de 2008, le Chili avait réussi à renouer avec la croissance entre 2010 et 2014 (5 % de croissance annuelle moyenne sur la période). Après avoir augmenté en 2015 et 2016 en raison de la dégradation de la situation économique, le taux de chômage s'est stabilisé au deuxième trimestre 2017 à 7 %. L'inflation reste modérée, entre 2,5 et 3 %.

L'économie chilienne dépend du cours des matières premières et par ricochet du cycle économique chinois. De ce fait, depuis 2014, la croissance s'est étiolée, elle n'était que de 2,1 % en 2015 et de 1,6 % en 2016. Pour 2017, elle ne devrait guère se situer entre 1,3 et 1,7 %. Avec la diminution des recettes issues des ventes du cuivre, le déficit budgétaire est en augmentation depuis 2016.

La progression des cours du cuivre qui demeure la principale source de recettes en 2016 (le Chili est le premier producteur mondial en assurant un tiers de la production et

la moitié des exportations) devrait bénéficier à l'économie chilienne dans les prochains. En effet, le prix du cuivre s'est apprécié de 1 % en 2016. En 2015, la baisse avait été de plus de 20 %.

En raison de la faiblesse du marché intérieur (18 millions d'habitants), le Chili joue la carte de l'ouverture commerciale. Partisan de la suppression des droits de douane au sein de l'Organisation Mondiale du Commerce, le pays a signé plus de 25 accords de libre-échange avec 65 pays. Cette stratégie vise à réduire les coûts de production en important à bon marché des biens intermédiaires et à positionner le pays comme une plateforme de réexportation dans la région. Du fait de son positionnement géographique, le Chili joue sur deux tableaux, l'Asie – Pacifique et l'Amérique latine. 93,5 % des exportations du Chili sont réalisés avec des partenaires commerciaux liés par des accords commerciaux. Du fait de sa stabilité politique et juridique, le Chili figure avec l'Uruguay parmi les pays les mieux notés d'Amérique latine. Le Brésil, la Chine et les États-Unis sont les principaux clients et fournisseurs du Chili.

Fortement dépendant du cuivre, le Chili essaie de se diversifier sa base productive. Le secteur tertiaire (qui assure 63 % du PIB) se développe rapidement avec une spécialisation dans les techniques de l'information et de la communication. (Internet, téléphonie mobile). Le secteur industriel et de l'extraction demeure néanmoins puissant en représentant un tiers du PIB. Le secteur agricole contribue de son côté à près de 4 % du PIB. Environ 9 % de la population travaille dans le secteur agricole, 24 % dans l'industrie et 67 % dans les services. Depuis plusieurs années, le pays joue la carte du tourisme ; en 2016, 5,64 millions de visiteurs étrangers ont été accueillis (+26 % par rapport à 2015). En ce qui concerne l'énergie, le Chili qui est dépendant du pétrole importé a décidé d'investir sur les énergies renouvelables qui devraient assurer 20 % de la production d'ici 2020.

Les trois principaux défis posés à l'économie chilienne sont la sortie de la dépendance traditionnelle de l'économie au cuivre, le développement d'une production alimentaire auto-suffisante (la production agricole actuelle couvre moins de la moitié des besoins du pays) et l'augmentation de la productivité, en particulier dans le secteur minier. Le pays essaie également de diversifier ses clients. Face au Brésil qui se remet à peine d'une longue récession et de l'Argentine dont la stabilité politique et économique est toujours incertaine, le Chili tente, avec l'Uruguay, de s'imposer parmi les pays sérieux au sein d'un continent qui l'a rarement été.

## LE COIN DES TENDANCES

### De Khéops à la « boîte de nuit » de Jacques Attali, 4000 ans de krachs

Les crises sont vieilles comme l'économie. Depuis 4000 ans, voire plus, des pyramides aux subprimes en passant par les bulbes de tulipes, tout ou presque a donné lieu à des spéculations et à des krachs.

30 ans après la crise de 1987 et au moment où plusieurs places financières battent record sur record, l'idée selon laquelle nous sommes à la veille d'un krach se diffuse. Pour autant, la prévision en la matière est extrêmement difficile. Les prédicateurs se révèlent plus souvent après qu'avant les krachs. Certes, comme les crises se répètent tous les dix ans en moyenne, les cassandres ont, toujours raison à un moment ou un

autre. À défaut de prévoir le jour et l'heure de la prochaine crise, quels enseignements pouvons-nous tirer des événements passés ?

### **Les pyramides ou la folie de la pierre**

En raison de la faiblesse des données statistiques, nos connaissances des crises durant l'Antiquité sont très parcellaires. Néanmoins, que ce soit en Egypte ou en Grèce, des crises se sont produites avec bien souvent comme moteur le surendettement et la disparition de la confiance. L'immobilier est également une cause fréquente des déboires financiers des pays ou des cités. Ainsi, 2 570 ans avant notre ère, le Pharaon de la IV<sup>e</sup> dynastie d'Egypte, Khéops, souhaitant créer les plus belles pyramides jamais construites mit à mal les finances au point de prostituer sa propre fille. Pour faire face à des difficultés économiques majeurs, un de ses successeurs, le Pharaon, Asychis, décida d'autoriser le prêt avec comme gage surprenant, les momies des aïeux. La spéculation est une pratique ancienne. Ainsi, le célèbre mathématicien Thalès (625-546 avant Jésus Christ), ayant prévu une très bonne récolte d'olives, décida de réserver tous les pressoirs de sa ville, Milet, afin de les louer aux producteurs à un prix élevé.

### **La défiance en la monnaie et la chute de l'Empire Romain**

L'Empire Romain dut faire face à plusieurs grandes crises financières. La crise du III<sup>e</sup> siècle fut la plus sévère et aboutit à l'effondrement définitif de Rome.

Dans le premier siècle de notre ère, la succession de guerres tant à l'intérieur qu'aux marges de l'Empire, le goût des Romains pour le faste et la corruption ont généré un accroissement des dépenses qui étaient de moins en moins couvertes par les impôts. Les citoyens de Rome refusèrent d'acquitter les impôts ce qui obligea l'Empereur d'exiger des butins de guerre de plus en plus importants. Pour bénéficier de marges budgétaires supplémentaires, Néron (qui régna de 54 à 68 après Jésus Christ) a créé la monnaie fiduciaire en réduisant la teneur en or et en argent de la monnaie romaine. Ses successeurs ont continué à diminuer la teneur en métaux précieux de la monnaie. Cette création monétaire provoqua une accélération de l'inflation qui plongea une partie non négligeable de la population dans la misère, les revenus ne suivant pas les prix des biens. La confiance vis-à-vis de la monnaie se désagrégea. Au III<sup>e</sup> siècle après Jésus Christ, l'Empereur Constantin a tenté de restaurer l'étalon or via le Solidus mais en vain. Les citoyens romains croulant sous les impôts privilégiaient de plus en plus le troc. L'implosion de l'Empire et les invasions barbares furent en partie la conséquence d'un effondrement financier lié à un surendettement et à une défiance croissante de la population qui, pour une partie d'entre-elle, accueillit avec bienveillance les envahisseurs.

Les crises financières sous l'Antiquité se sont déroulées sur fond de faible croissance et d'inégalités qui se sont, au fil de l'Empire Romain, accrues. Durant le Moyen-Age, un mouvement de rejet des pratiques financières hasardeuses s'imposa au nom de considérations religieuses. Le médiévaliste, Jacques le Goff, souligne que l'Eglise condamnait l'usure. Au sein de l'univers médiéval, la dimension économique est secondaire. Les notions de puissance, de force militaire prennent le pas sur la richesse. La rareté des monnaies durant cette époque rend le commerce difficile d'autant plus que les routes ne sont pas sécurisées. Les juifs et les Lombards sont alors les seuls ou presque à occuper des métiers liés à l'argent. Les échanges sont freinés par l'étroitesse monétaire. Les monarques empêchaient l'exportation du métal et luttèrent contre la circulation des monnaies étrangères. En effet, ils tiraient une grande partie de leurs

ressources des droits de seigneurage qui s'exprimaient notamment à travers la fonte de la monnaie. Comme plusieurs monnaies pouvaient circuler au sein d'un même royaume, leur valeur de change pouvait fluctuer. Les souverains changeaient les unités de compte pour réguler l'offre de monnaie ce qui n'empêchait pas les crises. Les banquiers italiens ont au cours du Moyen Âge siècle joué un rôle clef en centralisant les émissions et les remises de lettres de change (effet de commerce). Ils assuraient alors de fait la compensation financière. Cette dernière se réalisait dans le cadre des foires.

Avec le développement des expéditions hauturières, l'abondance du métal entraîna de profonds déséquilibres commerciaux et financiers qui ne sont pas sans rappeler ceux d'aujourd'hui. Le métal qui débarquait dans les ports espagnols ou portugais servait à acquérir des biens importés en provenance du Nord de l'Europe. L'Espagne et le Portugal étaient alors confrontés à d'importants déficits commerciaux quand les États du Nord enregistraient d'importants excédents. Pour continuer à obtenir du métal précieux, les Espagnols étaient contraints de s'endetter. Par ailleurs, entre deux livraisons, la raréfaction de la monnaie créait des crises financières et des récessions.

Le renouveau des États, le développement du protestantisme ainsi que quelques inventions et découvertes permirent le retour de la croissance, l'arrivée du capitalisme et des crises des temps modernes.

### **Les crises des temps modernes**

Dans les crises des temps modernes, les ingrédients sont souvent les mêmes. Figurent bien souvent en leur cœur l'endettement. Elles peuvent être immobilières ou financières. Dans ce dernier cas, les découvertes et les innovations jouent un rôle central. Les moyens de communication ont été à l'origine de nombreuses crises. Les compagnies maritimes, les compagnies ferroviaires, les canaux et plus récemment Internet ont été des sources de bulles spéculatives. L'immobilier a, à plusieurs reprises, occasionné des krachs. Dans tous les cas, la disparition de la confiance a été le carburant des crises quelle que soit leur nature.

### **La « tulipomanie » ou du mauvais usage des contrats à terme**

La première grande crise spéculative des temps modernes est liée à la tulipe, la « tulipomanie ». Elle se produit en 1637, dans le nord des Provinces-Unies (les Pays-Bas d'aujourd'hui) qui connaissent alors grâce à leurs activités commerciales, à la liberté de culte et d'opinion, une réelle prospérité. La croissance des Provinces Unies repose en partie sur les Compagnies maritimes (Compagnie néerlandaise des Indes Orientales et Compagnie des Indes Occidentales) qui couvrent un territoire allant des Amériques aux Indes en passant par l'Afrique occidentale. Grâce aux échanges commerciaux, la tulipe qui est cultivée dans l'Empire Ottoman est importée aux Pays-Bas par Charles de l'Ecluse. Les Néerlandais s'amourachèrent de cette fleur et en particulier celles qui avaient des pétales tigrées. Ces dernières étaient plus difficiles à cultiver car elles devaient être au préalable contaminées par un virus. La production de tulipes s'étalait sur près de 10 mois, les plantations se déroulant à l'automne quand la cueillette s'effectuait entre juin et septembre. Les Néerlandais friands de tulipes achetaient à terme, par exemple au mois de juillet pour la recevoir au mois de juin de l'année suivante. Ces contrats à terme donnèrent lieu à la création de nouveaux produits financiers, les options et les dérivés. Ainsi, un Néerlandais achetait un bulbe de

tulipe à un prix de 100 au mois de juillet sachant qu'il pourrait le revendre 200 un an plus tard. Il était également possible d'acheter des parts de bulbe comme aujourd'hui il est possible d'acquérir des parts d'actions. Les producteurs face à une demande croissante ont augmenté rapidement les prix. Cette envolée des tarifs était facilitée par l'enrichissement évoqué ci-dessus. L'arrivée de l'or des Indes générait une forte inflation qui rendait difficile l'appréciation de la valeur des biens. En quelques années, le prix du bulbe fut multiplié par plus de 30. En 1635, 40 bulbes valaient 100 000 florins de l'époque soit environ 25 000 euros d'aujourd'hui. La multiplication des options aboutit à des commandes de bulbes sans commune mesure avec la demande réelle d'autant plus que l'envolée des prix limitait le nombre d'acheteurs potentiels. En 1637, un mouvement de correction s'opéra avec une chute des prix. De nombreux acheteurs de contrats et d'option durent acheter à vil prix les tulipes sans pouvoir les revendre, ce qui entraîna de nombreuses faillites.

### **1720 ou la première crise boursière**

En 1720, le Royaume-Uni et la France connurent leur première grande crise boursière. Le krach est alors issu de l'achat de titres de compagnies exploitant les ressources du Nouveau Monde, la Compagnie des mers du Sud et la Compagnie du Mississippi de John Law. En France, cette crise est connue sous le nom de faillite du « Système de Law » et est la conséquence d'un recours à l'endettement à partir de 1715. Sous le règne de Louis XIV, la France fut constamment en guerre. Compte tenu du faible rendement des impôts, le Roi n'avait d'autre solution que de manipuler le cours de la monnaie en augmentant le droit de seigneurage. Les nouvelles pièces étaient vendues plus chères qu'auparavant permettant à l'État d'empocher un gain. Ces opérations répétées fréquemment aboutissaient à une dépréciation de la monnaie. Ainsi, entre 1688 et 1726, la valeur de la livre tournois perdit 55 % de sa valeur par unité de poids d'argent. Le banquier John Law proposa aux États d'émettre du papier monnaie gagée sur des actifs productifs. Il promettait une rémunération de 2 % des titres de créances. Law révolutionnait le métier de la finance de l'époque en indexant la rémunération sur la richesse future et non sur la richesse passée issue de l'accumulation des métaux précieux. Law créa une banque émettrice de billets convertibles. Les receveurs des impôts reçurent l'ordre d'accepter ces billets à leur valeur légale. Plusieurs compagnies de négoce international furent créées par Law en ayant recours à des émissions d'actions qui pouvaient être payés avec les billets mentionnés ci-dessus. Ces compagnies rencontrèrent un vif intérêt des épargnants qui y placèrent une partie de leur patrimoine. En 1719, pour se développer, ces compagnies peuvent frapper et gérer de la monnaie. Elles deviennent collectrices d'impôts. Ces compagnies reprirent la dette de la France en émettant des actions acquises par les détenteurs de rente sur l'État. Ce dernier était censé verser un intérêt de 3 % permettant de servir un dividende aux actionnaires avoisinant 5 %. Face à la modicité des bénéfices et à l'augmentation de la masse monétaire en circulation, les cours des actions fléchissent à compter de 1720. La confiance envers les billets disparut rapidement avec une forte dépréciation à Londres et à Amsterdam. Law qui dut fuir la France au moment du krach a commis plusieurs erreurs. La première était la non-séparation des activités financières et commerciales, la deuxième était liée au choix du rendement. Il était trop élevé au regard de la croissance potentielle de l'époque. Enfin, Law a sous-estimé le rôle de la spéculation. Il aurait dû limiter les possibilités de conversion des billets en monnaie métallique.

### **Les dettes mènent aux révolutions**

La fin du XVII<sup>e</sup> siècle est marquée, surtout en France, par les difficultés des États à équilibrer leur budget. Leur structuration croissante impose de profondes réformes fiscales qui rencontrent l'hostilité de la population des nobles qui refusent la banalisation de leur statut et des bourgeois ainsi que des paysans qui réclament un allègement de leurs charges. Au mois d'avril 1788, la France est victime d'une grave crise financière provoquée par l'effondrement du cours de la Caisse d'Escompte. Le Trésor français étant au bord de la banqueroute, le Roi Louis XVI est contraint de réunir les États généraux avec les conséquences que l'on sait.

La jeune république américaine s'initie aux crises financières en 1792 appelée « Panic of 1792 ». Elle est liée à la création en 1791 de la « First Bank of the United States », la première banque centrale américaine. Cette dernière met en œuvre une politique de facilité monétaire avec des prêts à taux réduits. Le montant des emprunts s'accroît très rapidement rendant obligatoire une remontée des taux. Cette augmentation rend insolvable de nombreux emprunteurs qui sont acculés à la faillite.

En 1797, le Royaume-Uni expérimente le « bank run ». Le 26 février 1797, la banque centrale d'Angleterre, faute de réserves, décide de suspendre les paiements en espèces. Les particuliers craignant une invasion de la part de la France retirent leurs avoirs auprès des banques de province qui tentent d'éviter la banqueroute en faisant appel au banquier en dernier ressort, la banque centrale. Cette crise est la première panique bancaire de l'époque capitaliste. Napoléon sera responsable d'une autre crise au Royaume-Uni, celle de 1810. Pour faire face aux dépenses militaires, les autorités anglaises s'endettent et sont contraintes de détacher la livre de l'or. Du fait de l'inflation et de la croissance de la masse monétaire, le système de crédit s'effondre provoquant de nombreuses faillites.

### **Des terrains, des trains, des bateaux, des canaux comme carburants pour les krachs**

Au cours du XIX<sup>e</sup> siècle, tous les 10 ans une crise de grande ampleur aboutit à mettre un terme à certains excès et à l'emballement économique. Plusieurs catégories de crises peuvent être distinguées : les crises bancaires et monétaires, les crises boursières souvent liées à des engouements pour de nouvelles activités, les crises immobilières, les trois catégories pouvant évidemment se superposer.

Parmi les crises bancaires et immobilières figurent celle de 1819 aux États-Unis faisant suite à la fin de la croissance d'après-guerre de Sécession. L'inflation liée à la guerre et à la croissance retrouvée provoque une augmentation des achats fonciers financés à crédit. Le resserrement de la politique monétaire en 1819 entraîne une chute des produits agricoles, un recul de la production industrielle et de nombreuses faillites.

En 1825, la chute de la bourse de Londres est provoquée par des opérations spéculatives sur des investissements en Amérique latine (banques construction de canaux, bateaux).

En 1836, la décision du Président américain d'obliger les acheteurs de terrains aux États-Unis à payer avec des métaux précieux entraîne l'arrêt de la spéculation foncière. Cette situation met en difficulté les banques américaines mais aussi anglaises et allemandes. Le 10 mai 1837, la bulle spéculative éclate aux États-Unis lorsque les banques américaines suspendent leurs paiements en espèces.



En 1847, les compagnies ferroviaires sont au cœur de la crise financière. Les cours s'effondrent en raison d'importants appels de fonds pour couvrir les investissements en cours de réalisation. La perte de confiance dans ces compagnies provoque une série de faillites. La crise perdurera en France jusqu'en 1848 en raison de la crise politique.

Le krach 1857 est peut-être la première crise réellement mondiale. En août 1857, face à une forte demande de crédits, de nombreuses banques américaines suspendent leurs paiements. Les taux augmentent rapidement provoquant par ricochet une forte chute des cours des compagnies ferroviaires. La baisse de la bourse de New York se propage rapidement à Londres et à Paris sous la forme d'une crise de change et de crédit.

En 1866, les compagnies ferroviaires sont encore à l'origine d'un krach. La faillite d'une maison d'escompte du fait du défaut de paiement de la Mid-Wales Railways le 11 mai provoque une panique bancaire et une crise de liquidité.

La crise de 1873 est le produit d'une série de spéculations immobilières à Vienne avec l'Exposition universelle, à Paris avec les travaux du Baron Haussmann aux États-Unis. La succession de faillites bancaires provoque un krach le 18 septembre. L'économie mondiale mettra de nombreuses années à se remettre de cette crise. Il s'en suit la Grande Stagnation qui dura de 1873 à 1896. Elle s'accompagna d'un fort mouvement protectionniste (loi Méline en France). Dans ce contexte, la France subit en 1882 un krach avec la faillite de l'Union générale qui avait réalisé des investissements hasardeux en Russie, en Autriche Hongrie et dans les Balkans.

En 1890, la plus ancienne banque britannique est en faillite en raison de son exposition à la dette souveraine de l'Argentine qui est en défaut de paiement. La Banque de France et celle d'Angleterre sauveront cette banque mais les investisseurs pour compenser les pertes sur les titres argentins se mirent à vendre des titres sur la place de New-York contribuant à diffuser la crise.

En 1907, après plusieurs années de forte hausse, la situation économique se dégrade notamment du fait du séisme et de l'incendie intervenus à San Francisco ainsi que du relèvement des taux au Royaume-Uni. Dans ce contexte, le recours à une technique de manipulation boursière (sur le cours de l'action United Cooper) se transforme à New-York en une catastrophe financière.

### **Des années folles aux années noires**

La période d'entre-deux guerres est évidemment marquée par la crise de 1929 à laquelle il faut adjoindre celle de l'Allemagne et son hyperinflation (1923/1924) occasionnée notamment par le problème du paiement des réparations de guerre. Ces deux crises sont jugées responsables, du moins en partie, de l'accession d'Hitler et de Mussolini au pouvoir et de la Seconde Guerre mondiale. Certes, la genèse de cette dernière n'est pas qu'économique. Les stigmates psychologiques de la Première Guerre, l'isolationnisme américain après 1918, le Traité Versailles avec l'éclatement de l'Autriche-Hongrie et les réparations de guerre, la faiblesse du Royaume-Uni et de la France face à Hitler sont autant de causes au conflit qui éclata en 1939.

La crise de 1929, dont l'ampleur reste encore gravée dans notre mémoire collective, intervient après une folle période d'expansion. Le développement du secteur pétrolier et l'industrialisation rapide des États-Unis ont provoqué un emballement des cours des

actions, plus de 300 % en sept ans. Les Américains s'endettent de plus en plus pour acquérir des actions et jouer en bourse. Or, en cette fin d'année 1929, un ralentissement économique prend forme avec une diminution de la production industrielle et une stagnation des dividendes. Face à ce retournement de conjoncture, les boursicoteurs endettés perdent confiance provoquant une chute abyssale des cours. Par effet de contagion, la consommation se contracte tout comme l'investissement provoquant une grave et longue récession. Les différents États optent pour l'instauration d'un protectionnisme qui aboutit à la chute du commerce international. Ce dernier ne retrouvera son niveau d'avant crise qu'au début des années 70.

### **Les Trente Glorieuses ne font pas toujours le bonheur de l'épargnant**

Après la Seconde Guerre mondiale, une période de relative stabilité financière accompagne la reconstruction et les Trente Glorieuses. Des crises certes existent mais elles sont plus localisées et leur ampleur est faible. La mise en place de couvertures sociales et l'application de politique d'inspiration keynésienne changent le profil des économies. Dans cette catégorie figure la crise du crédit de 1966 aux États-Unis qui provoqua une chute des cours boursiers et un ralentissement de l'économie qui fut ressenti en France l'année suivante.

Les marchés financiers jouent un rôle plus faible après 1945 du fait de l'inflation qui tend à favoriser le développement par le crédit. Par ailleurs, de nombreux États ont maintenu des dispositifs de contrôle des changes et de crédit jusque dans les années 80. Par ailleurs, en particulier aux États-Unis, la réglementation adoptée pour éviter la survenue d'une nouvelle crise de 1929 avec la séparation des activités de banques et de finances limite les risques de contagion. De 1950 à 1980, la valorisation des actions demeure faible au regard des performances économiques des différents États. S'il n'y pas eu de réel krach durant cette période, l'épargnant n'en est pas sorti réellement gagnant. L'inflation érodait en permanence son patrimoine. Les rendements réels étaient fréquemment négatifs.

### **Les changes flottants et le développement des marchés financiers**

Le 15 août 1971 s'ouvre une nouvelle période économique et monétaire. Les États-Unis décident de suspendre la convertibilité du dollar en or contrairement à ce que prévoyaient les accords de Bretton Woods de 1944.

Du fait du déficit commercial croissant des États-Unis et de l'inflation, de plus en plus d'États demandaient la conversion de leurs dollars en or avec à la clef la réalisation d'un important bénéfice du fait de l'augmentation du prix de l'or. La décision du Président américain déstabilise les marchés des changes ce qui lui permet d'engager une négociation internationale pour réformer le système monétaire. Avec l'accord du Smithsonian Institute du 18 décembre 1971, l'inconvertibilité or du dollar devient définitive. La monnaie américaine est dévaluée de 7,89 %, ce qui fait passer l'once d'or de 35 à 38 dollars. Plusieurs monnaies sont réévaluées comme le yen (+16,88 %) ; le deutsche mark (+13,57 %) et le franc belge (+11,57 %). En 1973, les accords de Washington instituent les changes flottants qui sont définitivement entérinés par les accords de la Jamaïque de 1976. Cette série d'accords aboutit à deux révolutions. Les monnaies ne sont plus rattachées à un métal précieux et leur cours fluctue sur les marchés des changes pour celles qui ne sont pas administrées.

La décennie des années 70 connaîtra deux chocs pétroliers qui mirent fin aux 30 Glorieuses. L'augmentation du prix du pétrole qui passe de 2 à plus de 30 dollars le baril amplifie une crise qui était larvée depuis la fin des années 60. La stagflation s'installe dans les pays occidentaux. De nombreuses entreprises dans le secteur industriel sont contraintes de fermer ou de réduire fortement leurs effectifs. La sphère financière connaît sa première grande crise systémique. Le retrait de l'agrément du fait sa faillite par les autorités allemandes à la banque Herstatt qui intervient sur les marchés des changes met en danger de nombreux établissements financiers avec lesquels elle était en relation. Cette crise est à l'origine de la régulation des opérations de change par les banquiers centraux.

En 1976, le Royaume-Uni est confronté à une crise obligataire provoquée par l'inflation qui atteint, en 2015, 25 %. L'effondrement du cours des obligations met en difficulté l'ensemble de la place financière. Le gouvernement est obligé de demander 3,9 milliards de dollars au FMI faute de pouvoir trouver des liquidités sur les marchés.

Les deux chocs pétroliers mettent un terme au processus de désendettement des États. À la recherche de nouvelles ressources et aidées en cela par les innovations technologiques, les gouvernements des États occidentaux libéralisent les places financières. Il en résulte un fort accroissement de la sphère financière. La hausse des taux d'intérêt et un rapport de force alors favorable aux créanciers modifient en profondeur ce secteur.

### **Les crises des pays en voie de développement**

Entre 1982 et 1989, la crise du surendettement des pays en voie de développement occupe l'actualité. Cette crise est liée à une augmentation des crédits en faveur des pays pauvres au moment où la croissance s'amointrit et que les taux d'intérêt sont relevés par la Banque centrale américaine afin de lutter contre l'inflation. L'incapacité de plusieurs États à faire face à leurs échéances met en difficulté des banques occidentales. Plusieurs plans d'aides aux pays en voie de développement sont adoptés (dont le plan Brady 1989) et prévoient l'aide du FMI, des échelonnements et des rachats de dettes.

### **La panne informatique comme vecteur de crise systémique**

Le 21 novembre 1985, une panne informatique à la Bank of New-York bloque le système de règlement et de livraison des emprunts d'État. Face à la menace de panique, la Banque centrale américaine décide de dénouer les opérations par l'intermédiaire d'un concours alors exceptionnel de 20 milliards de dollars.

### **30 ans déjà, le krach de 1987**

Le 19 octobre 1987 a été un choc. En une journée, New-York plonge de 22 % ; le CAC 40 perd plus de 9 %. Cette crise est née d'une augmentation des taux d'intérêt décidée par la Banque centrale américaine afin d'enrayer la dépréciation du dollar. À la fin de l'été, les taux à 10 ans ont été remontés de 300 points de base. Le 19 octobre, la hausse des taux à 10 ans sur l'année atteint même brièvement 400 points de base ce qui conduit au krach. Il est d'autant plus violent que la hausse des cours avait été rapide, favorisée par la déréglementation des marchés. La chute des cours a été amplifiée par l'utilisation des premiers robots générateurs d'ordres automatiques. Ce

krach eut peu d'influences économiques car il est intervenu en pleine période de reprise économique. Dès 1988, les actions avaient retrouvé leur niveau d'avant krach.

L'année 1989 est celle de la chute du mur de Berlin. Une nouvelle ère s'amorce avec la réunification de l'Europe mais aussi l'émergence de plus en plus nette de la Chine. Par ailleurs, le Japon qui espérait devenir la première puissance économique mondiale entre en déflation. Ce pays connaît un krach boursier provoqué par une intense spéculation foncière et financière.

### **Les crises de change et de taux**

Les années 90 sont marquées en Europe par les problèmes monétaires avec en 1992 et 1993 une forte progression des taux d'intérêt qui plonge plusieurs pays en récession. En 1992, les taux dépassent 17 % en France.

En 1994, du fait notamment du cours du dollar, en Amérique latine et en Asie, de nombreux pays connaissent des difficultés financière. L'afflux de dollars dans certains pays favorise la croissance mais génère une forte inflation qui aboutit à une dépréciation des monnaies locales. La perte de compétitivité des pays concernés (Mexique par exemple) se traduit par une augmentation des déficits commerciaux et par une incapacité de rembourser des crédits libellés en dollars. Les crises ne sont plus désormais l'apanage des pays dits avancés. Les pays émergents peuvent être générateurs de krachs. À ce titre, en 1998, la crise des finances publiques russes provoquant un défaut de paiement ébranle l'ensemble du marché obligataire.

### **La bulle Internet**

L'éclatement de la bulle Internet en 2001/2002 est assimilable aux krachs intervenus au XIX<sup>e</sup> siècle et qui concernaient les activités en plein essor comme le ferroviaire. Cette bulle est liée, en effet, à un surinvestissement dans les télécoms et dans les entreprises opérant sur Internet. La faible rentabilité voire l'absence de rentabilité des entreprises dont certaines avait une faible réalité opérationnelle a provoqué un réajustement violent en 2001.

### **Le 11 septembre 2001**

L'éclatement de la bulle fut suivi par les attentats du 11 septembre. La destruction du World Trade Center et de plusieurs immeubles occupés par des établissements financiers ainsi que la mise hors service de centres de communication étaient susceptibles de créer une violente panique. Face à ces événements sans précédent, les autorités américaines ont décidé de fermer Wall Street et d'injecter sans limite toutes les liquidités demandées par les banques. Cela eut pour conséquence d'abaisser les taux qui devinrent même négatifs. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) accorda 130 milliards d'euros de liquidités supplémentaires aux banques européennes. De manière concertée, les taux directeurs de la FED, de la BCE et de la Banque d'Angleterre furent diminués.

### **La Grande Récession**

La crise de 2008 est au départ de facture assez classique en associant immobilier et surendettement. L'augmentation des taux réduit les capacités de remboursement des crédits souscrits par des personnes à revenus modestes aux États-Unis. Ce

phénomène s'accroît avec la baisse des prix immobiliers qui en résulte. La titrisation des crédits favorisa la diffusion rapide de la crise. La faillite de Lehman Brothers jeta le doute sur la solidité des places financières et entama la confiance sur les marchés. Il s'en suivit une chute des cours boursiers, le blocage des marchés interbancaire et une raréfaction des liquidités. De financière, la crise devient générale et provoque une des plus sévères récessions de ces cent dernières années. Face aux risques d'implosion du système financier et la chute de la production, les dirigeants des 20 premières puissances économiques décident de prendre des mesures de relance concertées. Des plans de soutien aux banques sont entrepris et des aides allouées aux pays faisant face à des crises bancaires (Irlande, Islande par exemple). Cette crise a provoqué une envolée de l'endettement public ce qui a entraîné en Europe, une réplique entre 2009 et 2012. La crise des dettes souveraines met à mal la zone euro avec la menace de sortie de la Grèce. Elle concerne également l'Espagne, le Portugal, Chypre et Maltes. Elle suscite une nouvelle récession qui s'est achevée en 2013. Dix ans après, les stigmates de cette récession ne sont pas encore tous effacés avec notamment l'endettement qui reste une sourde menace.

En 2015, c'est la Chine qui est confrontée à un krach boursier. Du mois de juin au mois de juillet, le tiers de la capitalisation de la bourse de Shanghai disparaît. Cette crise boursière est la conséquence d'une spéculation qui s'est amorcée au mois de novembre 2014 en raison de la possibilité d'acheter des titres à crédit pour les particuliers.

### **Faut-il sortir de « la boîte de nuit »**

La prochaine crise aura-t-elle lieu en 2018, en 2019 ou plus tard ? Jacques Attali, au cours de l'émission « L'info du vrai » sur Canal Plus, le 6 novembre dernier en assimilant les marchés financiers à une boîte de nuit surpeuplée et dépourvue des dispositifs de sécurité nécessaires. Les risques étant connus, il indiquait que l'on pouvait continuer à danser à condition de se placer près de la porte de sortie afin d'éviter de rester piégé en cas d'incendie.

Mais, le problème est qu'en cas d'incendie, toutes les boîtes de nuits (entendez les marchés) seraient touchées et qu'il serait difficile pour un amateur de la nuit d'en retrouver rapidement une autre qui satisferait à toutes ses exigences. La situation des pays développés et émergents convergent en matière d'endettement et de politique monétaire. De ce fait, les havres de paix sont de plus en plus rares. La crise de 2008 a prouvé, par sa nature systémique, qu'aucun secteur ne pouvait se prémunir par un séisme d'une telle ampleur. Certes, une hausse des taux d'intérêt trop marquée contribuerait à un basculement d'actifs des actions vers les obligations. Le risque serait double, une crise obligataire doublée d'une crise du marché « actions » avec des conséquences pour la croissance de l'économie mondiale.

### **Le cours des actions est-il déraisonnable ?**

Pour certains, l'envolée des cours des actions, constatée ces derniers mois, suppose une correction. En effet, les indices boursiers américains ont battu record sur record ces dernières semaines. Le CAC 40 est 30 % en dessous de son record de 2000 (6945) et 14 % en-dessous de son sommet de 2007. Le rapport prix des actions / dividendes était de 60 aux États-Unis, 50 en Europe en 2007. Le niveau actuel de 50 aux États-Unis ne paraît pas déraisonnable, tant que les bénéfices se maintiennent. Il paraît plutôt bas en zone euro ou en France (30 fois les dividendes environ). Certes, la progression des

cours peut être jugée excessive au regard du taux de croissance de l'économie. Sur longue période, elle devrait être proche de celle du PIB. La faiblesse des gains de productivité tirant la croissance vers le bas devrait également peser sur les cours boursiers.

Compte tenu du taux de croissance potentielle, la hausse devrait se situer autour de 3 % en moyenne par an. 2017 est-elle une année de rattrapage après les années difficiles qui ont suivi la Grande Récession (2008) ou est-ce la conséquence des politiques monétaire accommodantes qui ont abouti à accroître les liquidités ? L'accès facile aux crédits entraîne-t-il une bulle financière pouvant exploser à tout moment ? L'augmentation des indices boursiers n'est-elle pas la traduction d'un rapport de force défavorable aux salariés par rapport aux actionnaires ? Cet argument mis en avant par des économistes keynésiens peut être battu en brèche, surtout en France où il n'y a pas une réelle déformation de la répartition des revenus. Cette bulle potentielle ne serait-elle pas la conséquence d'une surévaluation de certains titres comme cela a été constaté par le passé ? Les cours d'Apple, d'Amazon, d'Alphabet (Google) ou de Facebook sont-ils en phase avec la réalité économique de ces entreprises ? La capitalisation boursière d'Apple représente près de 50 % du PIB de la France. Or, une entreprise qui dépend essentiellement d'un produit, l'iPhone, du système informatique qui l'entoure (Application, iTunes) et des sous-traitants (Samsung, Sony, etc.) qui lui fournissent les composants, ne risque-t-elle pas de subir une remise en cause de son modèle de développement dans les prochaines années ? A contrario, la décennie 2008/2018 a été une décennie perdue pour de nombreux pays. Un rattrapage économique est censé intervenir avec l'arrivée à maturité du digital dont les résultats tardent à se concrétiser au sein des statistiques économiques.

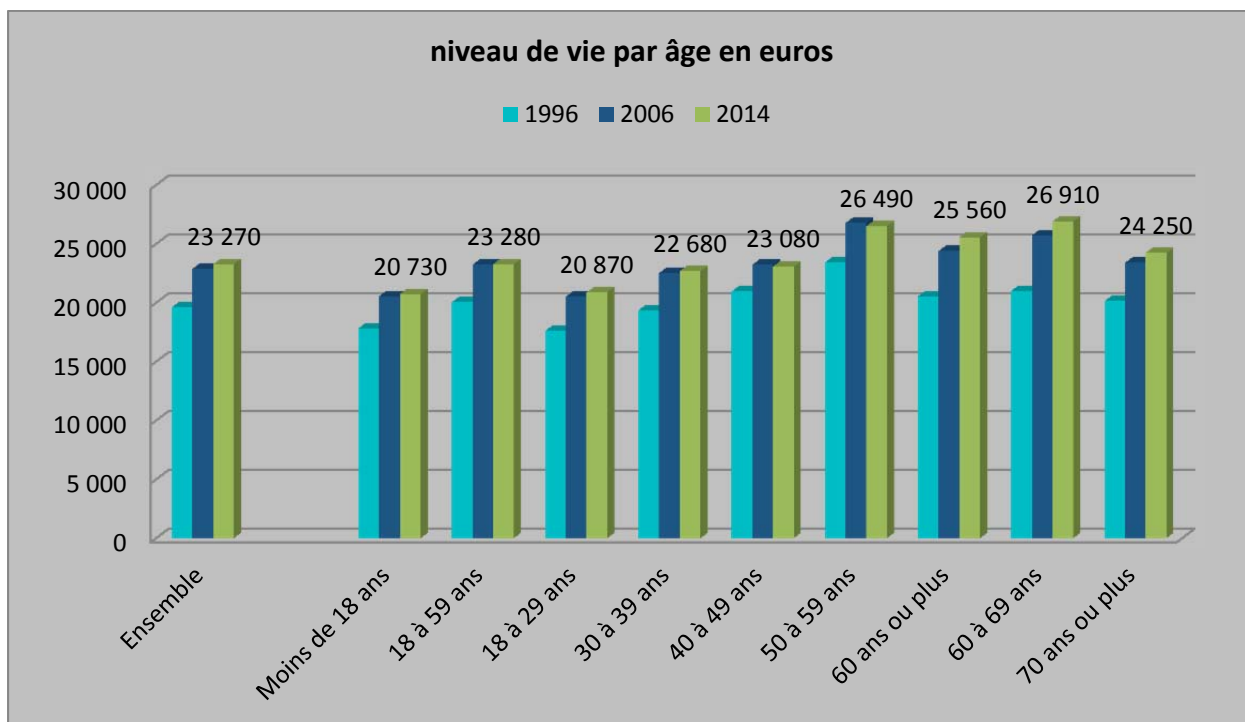
#### **4000 ans de crise et demain ?**

Ces 4000 dernières années nous enseignent que la perte de confiance qu'elle soit provoquée par un incident mineur, la faillite d'une banque, d'une entreprise ou du fait de la prise de conscience de l'absence de retour sur investissement est à l'origine des crises. Ces dernières qui ont la fâcheuse idée de se répéter tous les dix ans peuvent être immobilières, bancaires ou boursières, le cumul n'étant pas interdit. Par ailleurs, les périodes de mutation, d'innovations technologiques sont souvent propices à la survenue de krach. Elles génèrent d'importants déplacements de rente et des mouvements spéculatifs. La crise de 2008 a mis en lumière l'importance de la régulation et de la gouvernance internationale. Depuis, la montée des égoïsmes et du protectionnisme conduit à un recul de la coopération internationale, ce qui pourrait constituer un danger en cas de nouveaux chocs économiques.

## **LE COIN DES GRAPHIQUES**

### **Les 60/69 ans en tête pour le niveau de vie**

Ce sont les 60/69 ans qui ont, en France, le niveau de vie le plus élevé. Le calcul du niveau de vie prend en compte les revenus, les transferts sociaux, les impôts acquittés et les charges liés aux enfants. Par ailleurs, est pris en compte le gain généré par le fait d'être propriétaire de sa résidence principale. Ce dernier point avantage les retraités qui sont propriétaires pour 75 % d'entre eux de leur résidence principale (57 % pour l'ensemble des Français).



## LE COIN DE L'AGENDA ECONOMIQUE DE LA SEMAINE

### Lundi 13 novembre

En **Chine**, sera publié **l'investissement direct réalisé par les étrangers** au mois d'octobre.

Au **Portugal**, sera communiqué **le résultat du PIB du 3<sup>e</sup> trimestre**.

En **Allemagne**, sera publié **le rapport mensuel de la Bundesbank**.

### Mardi 14 novembre

En **Chine**, seront connus **les résultats des ventes au détail et la production industrielle** du mois d'octobre.

En **Allemagne**, sera publié **le taux d'inflation** du mois d'octobre. Il faudra suivre **les enquêtes ZEW « situation courante » et « sentiment économique »** du mois de novembre.

En **Espagne**, sera communiqué **l'indice des prix** du mois d'octobre.

En **Italie**, sera rendu public **le taux de croissance du PIB** pour le 3<sup>e</sup> trimestre.

**Pour l'Union européenne**, il faudra regarder **l'enquête ZEW « sentiment économique »** du mois de novembre. **La production industrielle** de septembre sera communiquée.

Pour **le Royaume-Uni**, sera rendu public **le taux d'inflation** du mois d'octobre.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre **l'indice NFIB sur l'optimisme des affaires** du mois d'octobre. **L'indice Redbook du 6 novembre et les stocks de pétrole hebdomadaire** seront publiés.

En **Italie**, sera rendu public **l'indice des prix à la consommation** du mois d'octobre.

### Mercredi 15 novembre

Au **Japon**, il faudra regarder **la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités de production** de septembre.

En **France**, sera publié **le taux d'inflation** du mois d'octobre. Le nombre de création d'entreprises pour le mois d'octobre sera connu.

Au **Royaume-Uni**, **les résultats de l'emploi** pour le 3<sup>e</sup> trimestre seront connus.

Pour **l'Union européenne**, le résultat de la **balance commerciale** de septembre sera rendu public. Seront également publiés **les données sur la croissance** du 3<sup>e</sup> trimestre.



Pour **les États-Unis**, seront publiés **l'indice manufacturier de la Fed de New-York, les ventes de détail et l'indice des prix** du mois de novembre.

#### **Jeudi 16 novembre**

En **France**, est attendu **le résultat de l'emploi pour le 3<sup>e</sup> trimestre** avec la publication du **taux de chômage** au sens du Bureau International du Travail.

En **Italie**, il faudra suivre **la balance commerciale** du mois de septembre.

Au **Royaume-Uni**, seront connues **les ventes au détail** d'octobre.

Pour **l'Union européenne**, sera publié **le résultat de l'inflation** du mois d'octobre.

Aux **États-Unis**, seront attendues **l'enquête de la Fed de Philadelphie pour le secteur manufacturier** du mois de novembre et **la production industrielle** du mois d'octobre.

#### **Vendredi 17 novembre**

Pour **l'Union européenne**, seront publiés **les résultats des comptes courants et la production de la construction**.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre **les permis de construire et les mises en chantier** pour le mois d'octobre.

#### **Dimanche 19 novembre**

**Élections législatives et présidentielle au Chili**

## LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
<b>PIB</b> <i>Mds d'euros 2017</i>	<b>2 225</b>	3 133	1 672	1 114	10 741	2 367
<b>Croissance du PIB sur un an en % (juin 2017)</b>	<b>1,8</b>	2,1	1,5	3,1	2,3	1,5
<b>Inflation en % - août 2017</b>	<b>1,0</b>	1,7	1,4	1,9	1,5	2,9
<b>Taux de chômage en % - août 2017</b>	<b>9,8</b>	3,6	11,2	17,1	9,1	4,3
<b>Dépenses publiques en % du PIB 2016</b>	<b>56,5</b>	44,3	49,6	42,4	47,8	42,1
<b>Solde public en % du PIB</b>	<b>-3,4</b>	+0,9	-2,4	-4,5	-1,5	-3,0
<b>Dette publique en % du PIB 2016</b>	<b>96,5</b>	68,3	132,6	99,4	91,4	85,4
<b>Balance des paiements courants en % du PIB août 2017</b>	<b>-1,1</b>	7,8	2,7	1,8	3,0	-3,0
<b>Échanges de biens en % du PIB – juillet 2017</b>	<b>-2,8</b>	7,6	2,7	-2,1	2,2	-7,4
<b>Parts de marché à l'exportation en % 2017</b>	<b>3,0</b>	8,0	2,8	1,7	25,2	2,4
<b>variation depuis 1999 en %</b>	<b>-49,7</b>	-21,0	-39,4	-16,5	-27,1	-53,1

Sources : Eurostat – Insee

**La Lettre Économique est une publication de Lorello Ecodata**

Comité de rédaction : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson  
Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation.

**CONTACT**

**Lorello Eco Data**  
7, rue Falguière • 75015 Paris  
Tél.: 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36  
[phcrevel@lorello.fr](mailto:phcrevel@lorello.fr) • [www.lorello.fr](http://www.lorello.fr)

**ABONNEMENT**

**JE M'ABONNE À LA LETTRE ECO DE LORELLO ECODATA POUR UN AN**

**Conditions tarifaires**

**Un abonné** : 1000 euros TTC les 52 numéros  
 **De 2 à 10 abonnés** : 1 500 euros TTC les 52 numéros

**Au-delà de 10 lecteurs contacter le service des abonnements**

**Mode de paiement**

**Par chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECO DATA**  
**Par Virement bancaire : contacter LORELLO ECO DATA**

**Adresse de facturation**

Nom -----  
Prénom -----  
Fonction: -----  
Organisme: -----  
Adresse: -----  
-----  
Code Postal -----Ville -----  
Tél.: -----  
E-mail:-----