

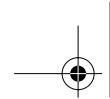
## Chapitre premier

### ORIGINES DU DÉSÉQUILIBRE MONDIAL ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE SUR LE MARCHÉ DES BIENS ET SERVICES

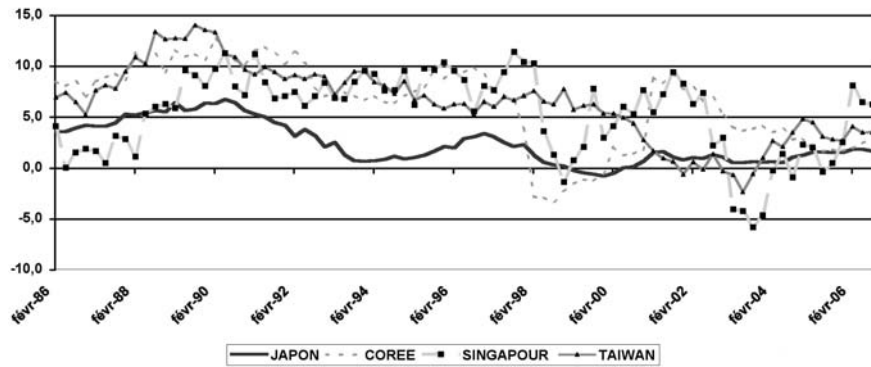
#### *La crise asiatique*

La crise asiatique de la fin 1997 a donné un coup fatal à l'ensemble de l'économie mondiale, obérant pour de longues années l'accroissement effectif de la demande domestique de nombreux pays industrialisés qui tiraient l'ensemble des échanges mondiaux. Il suffit pour s'en convaincre d'observer l'évolution de la demande intérieure de plusieurs pays asiatiques : dès 1998, elle a fortement baissé en Corée, à Singapour, en Thaïlande, en Malaisie, également au Japon. Aujourd'hui encore, c'est-à-dire plus de neuf ans après le début de la crise (voir graphique 1), la croissance de la demande domestique fait défaut en Asie : alors qu'elle gravitait autour de 10 % jusqu'en 1997, elle est maintenant à moins de 3 % en Corée, à 3,5 % à Taiwan. Même le Japon, entré en crise plusieurs années auparavant, a vu le rythme de croissance à moyen terme de sa demande intérieure ramené de 3,3 % début 1997 à moins de 1,6 % fin 2006.

Ce ralentissement durable et structurel de la demande dans ces pays n'aurait pas engendré de pressions déflationnistes mondiales si l'offre avait suivi le mouvement, si les capacités de production avaient diminué en 1998 et suivi le rythme de la demande par la suite. Au contraire, en 1998, les capacités de production continuaient à se développer à un train soutenu, autour de 5 % l'an en Corée par exemple, alors que la demande domestique fondait (graphique 2). Exsangues financièrement, les entreprises asiatiques devaient néanmoins persévérer dans leur stratégie de croissance pour éviter la faillite.

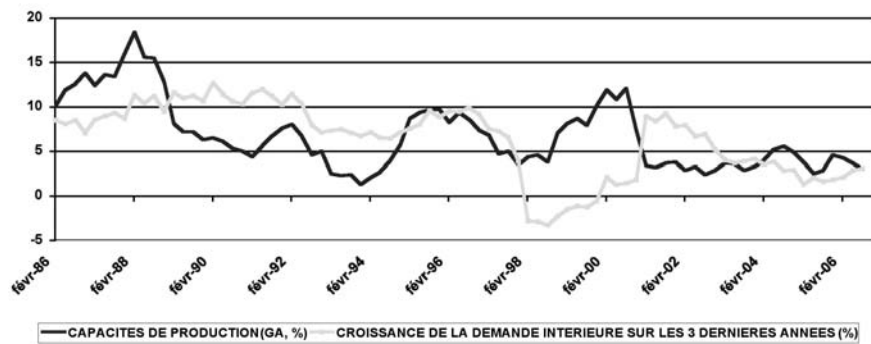


Graphique 1. DEMANDE INTÉRIEURE EN ASIE (% , MOYENNE SUR 3 ANS)



Source : Datastream

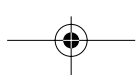
Graphique 2. CORÉE DU SUD : CRÉATION DE FORTES SURCAPACITÉS À LA FIN DE LA DÉCENNIE 1990



Source : Datastream

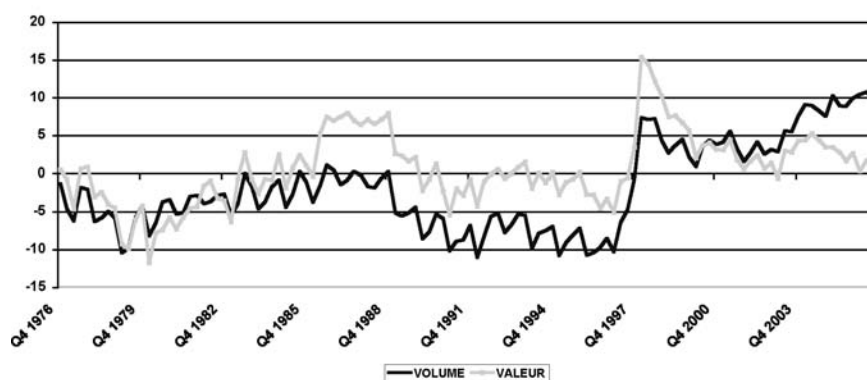
Étouffées par la chute de la demande intérieure, mais profitant de leur forte réactivité, elles ont alors consenti à une chute drastique de leurs prix de vente à l'étranger pour soutenir leur développement commercial sur ces marchés. Ainsi, un an après le déclenchement de la crise, les prix des exportations avaient diminué de 20 à 25 % en Corée et en Thaïlande, de 15 % à Taiwan, de 11 % en Malaisie.

Les gains de parts de marché à l'exportation et la hausse des volumes de vente à l'étranger ont été tout aussi considérables que les baisses de prix. En Corée par exemple, le solde commercial en



volume, de  $-0,8\%$  du PIB fin 1997, est passé au chiffre ahurissant de  $9,8\%$  du PIB fin 2006 (voir graphique 3). La hausse des volumes ayant été aussi forte que la baisse des prix, le solde commercial ne s'est que faiblement amélioré en valeur, passant de  $-0,7\%$  à  $0,0\%$  du PIB sur la même période (voir graphique 3). Grâce à une politique agressive sur ses marchés à l'exportation, la Corée, comme les autres pays asiatiques, a ainsi compensé la faiblesse de sa demande intérieure par une croissance forte de ses exportations qui représentent aujourd'hui  $60\%$  de son PIB contre  $35\%$  avant la crise de 1997. Si l'accroissement de l'activité a été très appréciable, la hausse de revenus a été relativement faible.

Graphique 3. CORÉE : SOLDE EXTÉRIEUR DE BIENS ET SERVICES (% PIB)  
((EXPORTATIONS-IMPORTATIONS)/PIB)



Source : Datastream

Par leur agressivité commerciale, les pays asiatiques ont alors exporté, dans le reste du monde, ce choc déflationniste, affectant violemment leurs plus grands concurrents, comme le Japon, et les pays dont la devise s'appréciait sensiblement à cette époque (en 1997-1998) comme les États-Unis.

Le Japon a en effet été précipité dans une crise encore plus importante que celle qu'il connaissait auparavant. L'affaissement de la demande asiatique l'a fait chuter dès 1998 alors qu'il était englué dans les répercussions structurelles de l'éclatement de la bulle financière et immobilière du début des années 1990 et qu'il trébuchait sur ses erreurs de politique économique : ses exportations, qui augmentaient sur un rythme annuel de  $16\%$  au deuxième trimestre de 1997, diminuaient de  $4\%$  l'an douze mois après.

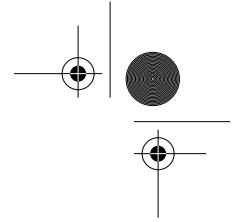


L'appréciation du yen durant l'année 1998 a alors plongé le Japon dans la déflation. Les entreprises manufacturières ont perdu 7 points de parts de marché de mi-1998 à mi-2000 et les prix ont commencé à baisser dès 1998. Les prix de gros des produits manufacturés baissaient de 2,5 %, le déflateur du PIB de plus de 1 % et, pour la première fois, à la fin de 1998, l'inflation sous-jacente était devenue négative.

Face aux fortes pressions sur les prix tant à l'exportation que domestiques, les entreprises ont alors enregistré une vive dégradation de leur rentabilité. Leur situation financière, déjà mal en point, s'est effondrée. Les banques, en manque de fonds propres, ne pouvaient continuer à les financer davantage et ont dû fermer subitement le robinet du crédit, alors que jamais les banques japonaises n'avaient cessé de soutenir les entreprises depuis l'après-guerre, en raison de liens très forts qui les unissaient sur le long terme. La pénurie de crédit (*credit crunch*) a finalement donné un coup fatal à l'économie japonaise. Le rythme de croissance à moyen terme (moyenne sur 3 ans) de la demande intérieure a fondu, passant de plus de 6 % à la fin de la décennie 1980, à moins de 0 % à la fin de la décennie 1990.

Quant aux États-Unis, ils ont souffert, en 1997-1998, de l'appréciation du dollar vis-à-vis de toutes les autres monnaies et ont été le pays de l'OCDE (hors Japon) qui a supporté la majeure partie du choc déflationniste de la crise asiatique. Face aux pertes de parts de marché conséquentes, la réaction des entreprises a été quasi immédiate : dès début 1998, elles ont été contraintes, dans le secteur des biens, de réduire les prix de leur valeur ajoutée. Le rythme de hausse annuelle des prix de vente des entreprises (prix du PIB du secteur privé) est alors brutalement passé de 1,8 % au troisième trimestre 1997 à 0,5 % un an plus tard, soit la plus faible hausse depuis près d'un demi-siècle.

Prises en tenaille entre, d'une part, les pressions baissières que la concurrence asiatique exerçait sur leurs prix de vente et, d'autre part, les pressions haussières qu'un marché du travail très tendu opérait sur les salaires, les entreprises américaines ont connu, comme les entreprises japonaises, une très nette dégradation de leur rentabilité. La formidable hausse de leur marge unitaire, qui résultait des gains de productivité élevés depuis 1993, a subi un coup d'arrêt dès le quatrième trimestre 1997, c'est-à-dire dès le déclenchement de la crise asiatique. En l'espace d'un trimestre, cette marge s'est effondrée de 1,2 point, passant de 11,4 % à 10,2 % :



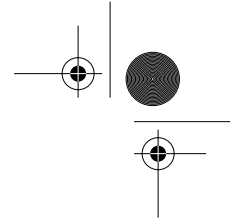
la rentabilité des entreprises américaines n'avait pas connu un tel choc depuis plusieurs dizaines d'années. La chute du taux de marge des entreprises américaines indique bien qu'il s'agit d'un choc et non d'une réaction linéaire due, par exemple, à une accentuation progressive des tensions salariales.

Pour réduire ou dissimuler l'impact de la baisse de leur rentabilité sur le rendement de leurs fonds propres, les entreprises américaines se sont alors mises à utiliser davantage l'effet de levier : elles ont commencé à accroître fortement leur endettement pour racheter leurs actions, augmenter leurs dividendes et effectuer des opérations de croissance externe, seuls moyens d'améliorer la rentabilité de leurs fonds propres et de faire monter leurs cours.

Évidemment, leur situation financière a dès lors connu une dégradation tout aussi brutale que leur rentabilité. Les ratios financiers dettes/profits et dettes/*cash flow* net, très significatifs de la solvabilité générale des entreprises, se sont détériorés dès la fin 1997, sans interruption jusqu'au déclenchement de la crise en 2001. Parallèlement, sur les marchés financiers, le *spread* sur les obligations émises par les entreprises augmentait sensiblement et retrouvait fin 2000 des niveaux inconnus depuis la crise précédente de 1990-1991. Du côté des banques, le taux de créances irrécouvrables sur les entreprises est passé d'un point bas de 0,5 % en 1997 à un point haut de 1,5 % en 2001. Un tel comportement de la part des entreprises américaines portait les germes de la crise du gouvernement d'entreprise qui a éclaté en 2001 et 2002. Le dérèglement de la machine économique américaine, qui avait débuté dès la fin de 1997 avec la dégradation de la rentabilité des entreprises et qui s'est amplifié avec l'accroissement de leur dette, devait inévitablement déboucher sur une crise financière de grande ampleur.

### *Le syndrome bulles/surcapacités*

À l'insuffisance durable de la demande qui a résulté de la crise asiatique, s'est ajouté un excès structurel d'offre dû à la bulle financière. Dans un premier temps, nous mettrons en évidence les mécanismes économiques qui en sont à l'origine et dans un second temps nous en analyserons les conséquences.



Une bulle financière a comme principale conséquence le gonflement artificiel de la demande des agents privés. Elle pousse les ménages à consommer, en augmentant leur richesse financière, et les entreprises à investir, en diminuant leur coût de financement. Pour répondre à ce boom de la demande, les entreprises augmentent leurs capacités de production, et, attirées par les perspectives de profits, elles développent de nouveaux projets.

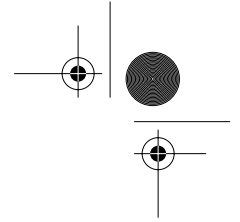
Lorsque la bulle éclate, la demande se retourne rapidement mais l'offre continue de croître pendant plusieurs mois, voire plusieurs trimestres : les projets d'ouvertures de nouvelles chaînes de production voire de nouvelles usines, et de nouveaux commerces sont déjà lancés et ne peuvent être arrêtés du jour au lendemain parce que leur conception et leur installation demandent des trimestres voire des années. Le dégonflement de la bulle laisse aux prises un nombre trop élevé d'entreprises, surtout dans les secteurs les plus au contact de la demande finale – dans le secteur industriel des biens d'équipement qui demeure au contact de l'investissement des entreprises et dans celui des biens de consommation qui est au contact de la consommation des ménages – et même dans les secteurs des transports et du commerce.

La concurrence devient extrême et elle ne reviendra pas à la normale tant que les entreprises n'auront pas fermé des capacités de production et qu'un certain nombre d'entre elles n'auront pas disparu.

Ainsi, la crise a-t-elle éclaté parce que rien ne préparait les entreprises au retournement soudain de la demande : la Bourse continuait à monter sous l'effet de la spéculation, en dépit de la hausse des taux monétaires qui dégradait progressivement les conditions de leur financement en les endettant.

Bien sûr, les entreprises peuvent dissimuler l'ampleur de leurs surcapacités en consentant de fortes réductions de prix afin de soutenir à bout de bras la demande. Mais elles ne le peuvent pas à long terme : la baisse des prix dégrade la rentabilité et pousse inévitablement un ou plusieurs acteurs du secteur à disparaître.

À cet égard, le cas du secteur automobile aux États-Unis est édifiant. Les deux plus grands constructeurs américains, Ford et General Motors, ont vu récemment leurs dettes obligataire et monétaire rétrogradées à la catégorie des obligations spéculatives ou mot à mot en anglais « obligations pourries ». Les agences de notation ont justifié cette dégradation par le poids des charges des régimes de retraite à prestations définies dans le coût salarial, et par la



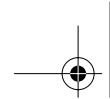
concurrence de plus en plus vive des producteurs étrangers qui poussent les constructeurs américains à réduire leurs marges. Mais paradoxalement, la crise du secteur automobile est apparue alors que la demande domestique n'avait baissé que de 7 % par rapport à ses points les plus hauts atteints en octobre 2000 : le secteur était perçu en crise en l'absence de diminution importante de la demande.

Que s'est-il passé exactement ? La raison essentielle de la faiblesse financière du secteur automobile américain tenait aux surcapacités structurelles mises à nu par l'éclatement de la bulle des années 2000.

En effet, après l'explosion de la demande en 1999, année où le marché automobile américain est passé de 15,5 millions de nouvelles immatriculations, le plus haut niveau des années 1980, à 17,5 millions, les producteurs ont commencé à concevoir et développer nombre de nouveaux modèles qui, compte tenu des délais de conception et de fabrication, sont arrivés deux à trois ans plus tard dans les chaînes de montage, c'est-à-dire à partir du second semestre 2001, soit bien après le dégonflement de la bulle financière. La croissance des capacités de production sur un an a atteint jusqu'à 10,2 % fin 2003 alors que la demande domestique plafonnait, et ne se maintenait qu'à coups de crédits à taux zéro et de remises de plus en plus considérables. Les surcapacités restaient latentes, elles n'apparaissaient pas encore du fait de la réduction suicidaire des marges : le taux d'utilisation des capacités productives (TUC) autour de 85 % fin 2003, sensiblement supérieur à sa moyenne de longue période (78 %), pouvait même laisser croire que les capacités de production étaient insuffisantes.

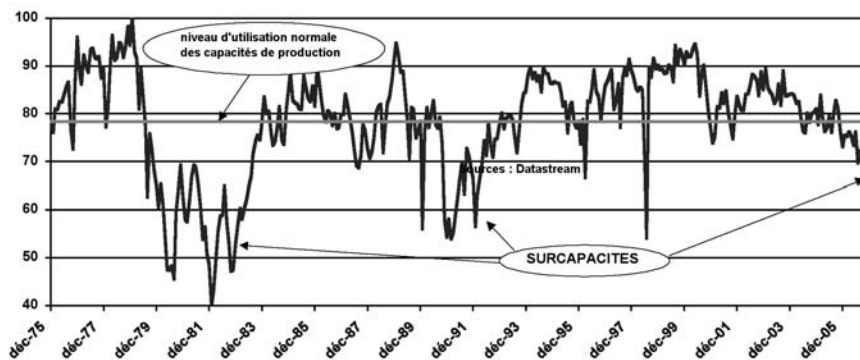
Il n'en était rien : le niveau du TUC dissimulait une croissance des ventes non rentables. Ainsi pour utiliser leurs capacités de production, les « big three » ont été obligés d'appliquer une politique commerciale suicidaire, de crédits à taux zéro et de rabais toujours plus grands.

Aujourd'hui, le TUC dans le secteur automobile, qui a chuté de 10 points à 65 % depuis le début de l'année 2006, est au plus bas depuis 1992, très inférieur d'un niveau d'exploitation normal dans le secteur à 78 % (voir graphique 4). Quant aux acteurs, General Motors est probablement le constructeur américain le plus mal en point. Exsangue, il est incapable de soutenir financièrement son équipementier principal, Delphi, qui s'est mis sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites. Il s'agit de la plus grosse faillite jamais enregistrée dans le secteur automobile américain, et une des



quinze plus grosses aux États-Unis. L'absence de soutien financier de la maison mère à son principal fournisseur, alors qu'elle va entrer dans une phase importante de renouvellement de ses modèles, en dit long sur la santé financière du premier constructeur mondial. General Motors doit encore se résoudre à vendre en partie sa filiale de financement automobile, GMAC, vache à lait du groupe, voire à en perdre le contrôle.

Graphique 4. ÉTATS-UNIS, AUTOMOBILES ET VÉHICULES DE LOISIRS :  
TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION (%)<sup>\*</sup>



\* Ici, en dessous de 0, qui représente la moyenne sur longue période du TUC, on considère qu'il existe des surcapacités.

Source : Datastream

La situation financière catastrophique des constructeurs automobiles américains n'est qu'une conséquence de l'après-bulle : la baisse de leurs prix de ventes ainsi que la réduction effarante de leurs marges unitaires ne sont que la contrepartie de l'excès structurel de leur offre qui s'est développé à partir de projections de demande bien trop optimistes lors des années de bulle Internet de 1998 à 2000.

Au vu de ce syndrome « bulles/surcapacités », il n'est pas étonnant de constater que la chute du taux d'utilisation des capacités productives aux États-Unis a été presque aussi considérable du deuxième trimestre 2000 à fin 2004 que lors des autres crises industrielles de la seconde moitié du XX<sup>e</sup> siècle, alors qu'elle n'avait aucune origine cyclique telle qu'un resserrement de la politique économique, monétaire ou budgétaire.

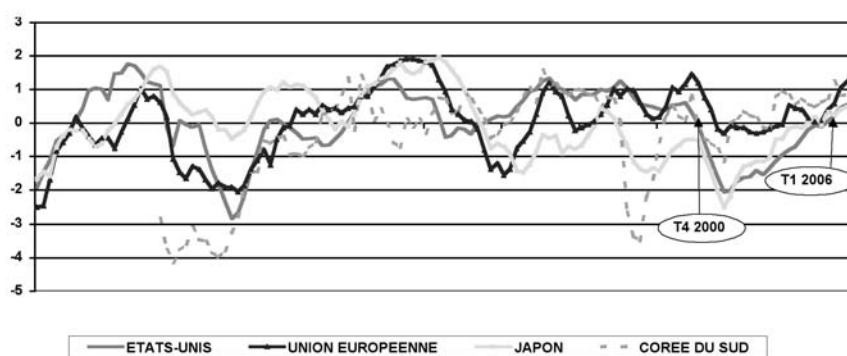
Il n'est également guère surprenant que les États-Unis aient été le principal pays à surcapacités productives entre 2002 et 2005 : il





a fallu attendre début 2006 pour que le taux d'utilisation repasse au-dessus de sa moyenne de longue période aux États-Unis (cf. graphique 5). Les États-Unis étaient durant 5 ans, de fin 2000 à fin 2005, en surcapacités industrielles : sur le graphique ci-après, le TUC est demeuré au-dessous de 0 durant cette période.

Graphique 5. TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION  
(CENTRÉS, NORMÉS, EN POINTS D'ÉCART-TYPE)\*

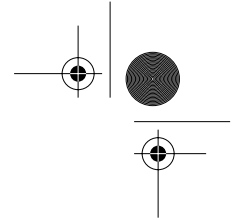


\* Ici, en dessous de 0, qui représente la moyenne sur longue période du TUC, on considère qu'il existe des surcapacités.

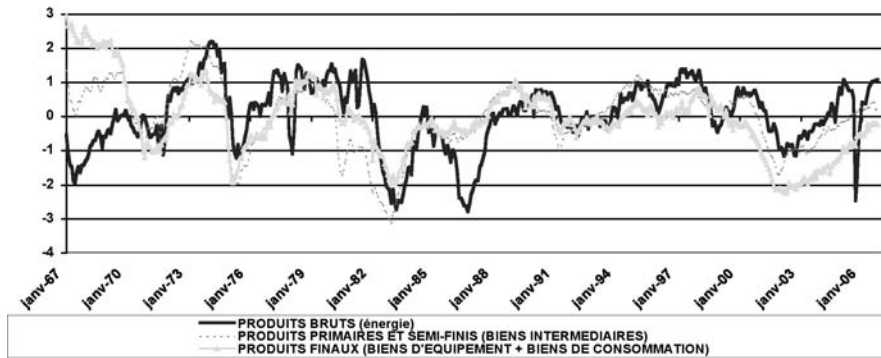
Source : Datastream

Enfin, les secteurs des nouvelles technologies de l'information (NTI) ont été les premiers exposés à l'éclatement de la bulle puisque leur TUC est tombé de 92,5 % en mai 2000 à 56,5 % deux ans plus tard. Mais les surcapacités ont également touché une très grande partie des autres secteurs aval de l'industrie, qu'il s'agisse des biens d'équipement ou des biens de consommation, secteurs les plus au contact de la demande finale des entreprises et des ménages, mais aussi d'autres pans économiques non industriels : les transports, notamment les compagnies aériennes, le commerce de détail, les services aux entreprises. Le niveau du TUC dans le secteur des produits finaux n'était jamais tombé aussi bas depuis l'après-guerre, à 70,5 %, alors que la moyenne de longue période est de 80 %. Aujourd'hui, les surcapacités dans ces secteurs ne sont toujours pas résorbées, près de 7 ans après l'éclatement de la bulle (voir graphique 6).

Et, contrairement à une baisse d'activité cyclique, il n'y a pas eu de baisse concomitante et de même ampleur du TUC dans les autres secteurs situés plus en amont (énergie plus biens intermédiaires). Car, parallèlement, les TUC dans le secteur des produits



Graphique 6. ÉTATS-UNIS, TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION (CENTRÉS, NORMÉS, EN POINTS D'ÉCART-TYPE)\*



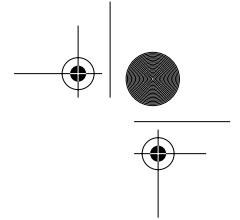
\* Ici, en dessous de 0, qui représente la moyenne sur longue période du TUC, on considère qu'il existe des surcapacités.

Source : Datastream

semi-finis (biens intermédiaires) et les secteurs des produits bruts (secteurs de l'énergie et des matières premières), dont les capacités ont été peu développées, sont toujours demeurés très nettement supérieurs à leurs taux les plus bas atteints durant la récession de 1981-1983, si bien que les surcapacités y ont été minimales. D'ailleurs, l'installation insuffisante de nouvelles capacités de production dans ces secteurs est à l'origine des tensions sur les prix des matières premières et des biens intermédiaires (acier, bois, papier) observées entre 2004 et 2006.

### *Le besoin de désendettement des entreprises*

Le fort besoin de désendettement des entreprises dans certains grands pays de l'OCDE a constitué une autre pression déflationniste. En effet, lorsque les entreprises sont contraintes de réduire leur dette, sous peine sinon de disparaître, elles sont poussées à accroître leurs bénéfices, ou du moins à dégager de plus en plus de liquidités. Un tel comportement de leur part a trois conséquences. D'abord, la course à la liquidité les pousse à casser les prix. Elle les contraint également à réduire la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée, donc à diminuer le pouvoir d'achat des salariés et

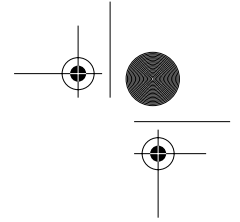


par voie de conséquence la consommation. Enfin, le circuit économique est rompu et les profits, non réinvestis, mais utilisés à la réduction de la dette, ne sont plus le gage des emplois futurs. Au total, tant que les entreprises restent soumises à l'obligation de réduire leur dette, en l'absence d'une politique économique réactive, sous forme de diminution d'impôts, d'augmentation des dépenses budgétaires ou de baisse des taux d'intérêt destinée à réduire le taux d'épargne des ménages, la croissance ne peut être soutenue ni par l'investissement des entreprises ni par les dépenses des ménages. Le défaut de la demande domestique de ces pays pèse alors inévitablement sur la demande mondiale et contribue à l'exacerbation de la concurrence dans le monde.

Le Japon, de fin 1997 au début de l'année 2005, et l'Allemagne, de fin 2001 à fin 2005, se sont trouvés dans une telle situation. La rupture de liquidités qui toucha les entreprises provenait dans les deux cas de la remise en cause des relations à long terme entre les banques et les entreprises qui constituent un avantage indéniable lors des retournements conjoncturels mais qui tournent au désastre lors des crises structurelles.

En cas de retournement cyclique brutal, les pertes sur les créances aux entreprises se multiplient et l'absence de relations à long terme entre les banques et les entreprises pousse les créanciers et les banques à couper les lignes de crédit, même aux entreprises viables. Celles-ci se trouvent acculées à la faillite à tort, et une bonne part des faillites lors des récessions conjoncturelles résulte non pas d'une insuffisance de rentabilité mais d'une pénurie de liquidités. En revanche, un tel risque est quasiment nul lorsque les banques connaissent la valeur des entreprises clientes de longue date : leur appréciation ne se résume pas à une simple approche quantitative à partir de ratios financiers, elle demeure également qualitative, fondée sur la connaissance des avantages compétitifs, du management, du développement futur des entreprises. Les banques arrivent dans ce cas à faire la distinction entre les entreprises viables à terme mais qui traversent une mauvaise passe et celles qui ne le sont pas et qui doivent disparaître. C'est pour cette raison que les crises conjoncturelles sont beaucoup moins coûteuses dans les pays où il existe des relations à long terme entre les banques et les entreprises.

Mais dans le cas contraire, c'est-à-dire lors des crises structurelles, la poursuite du soutien bancaire aux entreprises provoque une accumulation pendant plusieurs années de dettes qui ne financent pas des projets d'investissements mais des déficits. D'ailleurs,

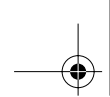


la croissance de la dette des entreprises ne s'accompagne pas d'une croissance du PIB : l'augmentation du ratio dettes/PIB indique le manque d'efficacité des dettes à financer l'activité. Une bonne partie s'en avérera irrécouvrable, d'autant que le non-assainissement du paysage économique, dû à l'absence de faillite, détériore davantage les conditions d'exploitation des autres entreprises. Parallèlement à la dégradation de la solvabilité de leurs clients, les banques connaissent un gonflement des créances douteuses au fil des années.

Dans le cas de crise durable, l'existence de relations à long terme entre les entreprises et les banques risque alors fort de tourner au désastre pour l'ensemble du système financier. Car, en pompant sur leurs fonds propres, le soutien à des agents non rentables finit par mettre en péril la viabilité même des banques. Il arrive inévitablement un moment, en général lors d'un retournement sévère de l'activité, où le système financier est contraint de remettre en cause, quasiment du jour au lendemain, sa stratégie de long terme parce qu'il y va de sa survie !

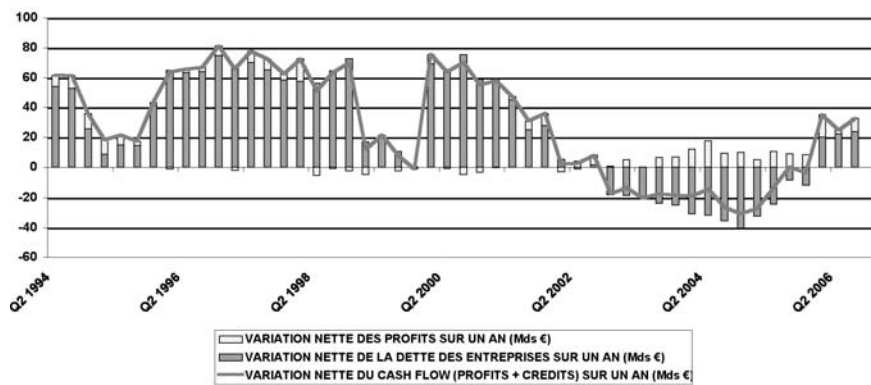
Les banques exigent alors des entreprises le remboursement des crédits qu'elles ne réclamaient habituellement pas. Un même niveau d'endettement auparavant considéré comme viable ne l'est plus parce que plus acceptable pour les banques. La durée des crédits entreprises, quasiment infinie auparavant, devient brutalement finie. Les crédits, dont les remboursements pouvaient s'étaler dans le temps du fait de cette relation à long terme, considérés comme des quasi-fonds propres, deviennent du jour au lendemain exigibles.

Les entreprises n'ont d'autre issue que faire la course à la réduction de la dette, objectif prioritaire imposé par les banques, à un niveau anormal pour elles, très inférieur à celui qui leur est habituel. De ce fait, elles ne cherchent plus à maximiser leurs profits, comme à l'accoutumée, et remettent en cause le cadre du régime néoclassique normal, qui ne s'applique plus. Les entreprises ne peuvent plus s'endetter même avec des taux d'intérêt à 0 %, même avec une politique de liquidités abondantes menée par la Banque centrale : les banques n'acceptent plus de leur faire crédit et les marchés jugent leur niveau d'endettement trop élevé par rapport à la normale, auparavant à tort parce qu'une bonne part de ces crédits étaient des quasi-fonds propres, maintenant à raison étant donné la disparition de ces quasi-fonds propres avec la suppression de ces relations de long terme. Rien du côté de la politique monétaire ne pourra empêcher la réduction de l'endettement des entreprises,



l'économie tombe alors dans la trappe à liquidités et la déflation sévit.

Graphique 7. ALLEMAGNE :  
VARIATION NETTE DU CASH FLOW (MILLIARDS D'EUROS)

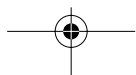


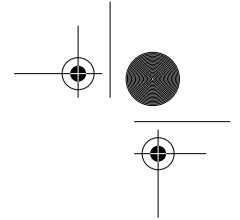
Source : Datastream

Le revirement de stratégie du système bancaire fait éclater une crise bancaire, les banques croulant sous les créances irrécupérables qui mettront des années à se résorber comme elles ont mis des années à s'accumuler. Il affaiblit durablement la demande intérieure qui entraîne une baisse des importations : c'est exactement ce qui s'est passé au Japon, comme en Allemagne mais à un degré moindre. En dépit de la dégradation de leurs exportations, le solde commercial est alors fortement remonté au Japon en 1998 comme en Allemagne en 2001.

Concernant le déclenchement de la crise, nous avons vu précédemment le rôle de la crise asiatique dans la précipitation de l'économie japonaise dans la déflation et la pénurie de crédit. Quant à l'Allemagne, la crise latente depuis 1995, suite aux conséquences de la réunification, s'est manifestée après le retournement mondial de 2001 consécutif au dégonflement de la bulle Internet.

Car, pendant la première moitié de la décennie 1990, il y a eu un très lourd surinvestissement dans la construction tant résidentielle que non résidentielle (bureaux par exemple). Par ailleurs, les très fortes augmentations salariales de la première moitié de la décennie 1990, ont rendu l'industrie allemande moins compétitive





par rapport à ses concurrents européens si bien que l'Allemagne, ironie de l'histoire, est entrée dans l'euro avec un taux de change nettement surévalué. Les entreprises industrielles comme celles de la construction ou de l'immobilier étaient mal en point et se devaient de se restructurer très profondément. Cependant, sans un signal macroéconomique majeur, elles n'y étaient absolument pas encouragées. Le signal est venu de l'éclatement de la bulle en 2000 qui a mis à mal la très grande majorité des banques allemandes en raison de leurs engagements importants dans les entreprises des nouvelles technologies de l'information et sur les marchés boursiers mondiaux.

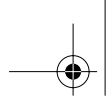
Une analogie entre les entreprises allemandes et japonaises est très intéressante à ce sujet. Ce n'est pas un hasard si elles étaient parmi les plus endettées des pays de l'OCDE, nettement plus que leurs homologues américaines : une bonne part de cette dette s'est accumulée du fait de leurs relations de long terme avec leurs créanciers.

La disparition de ces relations entraîne inévitablement le retour à la normale de l'endettement des entreprises. Au Japon, leurs crédits ont été réduits du tiers depuis 1998, date du début de la pénurie de crédit. Le ratio dettes/*cash flow* net a été lui aussi réduit du tiers, passant de 23 années à 15 années. Cela peut paraître encore élevé au regard des niveaux aux États-Unis, autour de 6 ans, et des niveaux de pays comme la France, autour de 7,5 ans.

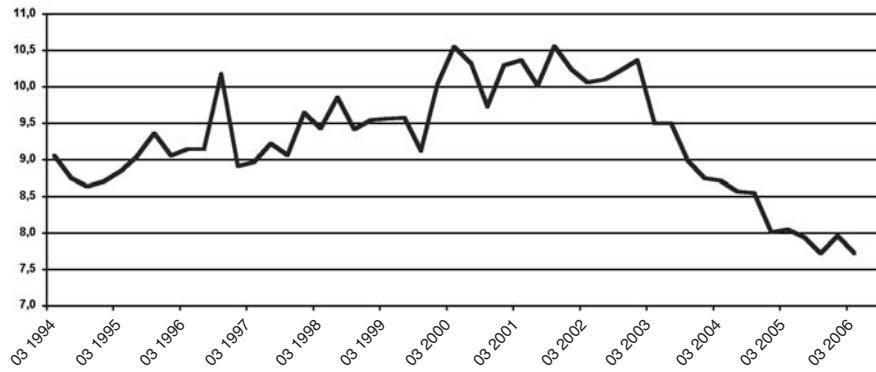
En Allemagne, les crédits aux entreprises ont été réduits de 6,5 % depuis fin 2001. Au total, le ratio dettes/profits a fortement diminué, passant de 10,5 ans à 7,7 ans, ce qui est aujourd'hui comparable aux autres pays de l'OCDE.

En conclusion, la croissance de long terme de la demande mondiale est durablement affectée par les conséquences de la crise asiatique et par la disparition des relations de long terme entre les banques et les entreprises dans les deuxième et troisième puissances mondiales que sont le Japon et l'Allemagne. La formation de la bulle puis son éclatement ont alors parachevé le développement des surcapacités permanentes.

Dans tous ces pays qui ont été touchés par la crise, le Japon, de nombreux pays asiatiques, l'Allemagne, il en est alors résulté un excès structurel d'épargne et un investissement structurellement faible qui s'est répercuté sur l'ensemble de l'économie mondiale. L'arrivée de la Chine et de l'Inde dans le commerce mondial a alors parachevé l'excès mondial de capacités structurelles de biens et ser-



Graphique 8. ALLEMAGNE, ENTREPRISES : DETTE/PROFITS



Source : Datastream

vices. L'absence durable de pouvoir de marché des entreprises dans le monde, c'est-à-dire le grand pouvoir de négociation des clients, en est alors la conséquence majeure : en d'autres termes, les clients imposent leurs prix, si bien qu'en période de ralentissement de la demande, les prix freinent voire baissent avant même une baisse des coûts. Ainsi la première pierre à l'édifice de l'environnement déflationniste a été posée.

