

Séance du 10 juin 2013

La crise économique : mise en perspective

par Guy DELANDE

MOTS-CLÉS

Crise financière 2007-2008 - Politique économique française - Récession.

RÉSUMÉ

La vigoureuse réanimation de la création et de la circulation monétaire par les Banques Centrales a permis de surmonter la phase critique consécutive à la crise financière de 2007-2008. Mais, au-delà, on reste divisé et quelque peu démuni, tant intellectuellement que pratiquement, sur les voies à emprunter et les moyens à mettre en œuvre pour retrouver la voie de la croissance.

Il s'agira donc, après un rappel des faits saillants qui ont marqué le cheminement économique des dernières années, de proposer quelques clés d'analyse de la situation présente ainsi que d'apprécier les perspectives – globalement assez médiocres – de sortie de crise qui paraissent les plus probables.

Il y a trois ans, je vous présentais une communication intitulée “la crise économique est-elle derrière nous ?” dans laquelle j’insistais sur la forte divergence des opinions sur cette question avant de conclure que, si certaines difficultés conjoncturelles avaient pu être momentanément surmontées, la crise apparaissait de plus en plus comme un des symptômes les plus marquants des bouleversements profonds en cours dans l’organisation mondiale des activités économiques.

Dès lors la crise change de statut : de crise conjoncturelle – c’est-à-dire d’incident de parcours dans une tendance longue positive – elle devient crise structurelle, c’est-à-dire expression d’une réorganisation internationale fondamentale des modes de production et de distribution de la richesse.

De sorte que la tentation d’un rapprochement avec la crise de 1929 devient chaque jour plus prégnante. Certes, de cette crise de 1929, nos gouvernants ont retenu un enseignement essentiel : il faut coûte que coûte sauver l’appareil bancaire de la faillite sans quoi le système économique risque le collapsus ; mais une fois passée cette phase critique grâce à une vigoureuse réanimation de la création et de la circulation monétaires, on reste divisé et même quelque peu démuni, tant intellectuellement que pratiquement, sur les voies à emprunter et les moyens à mettre en œuvre pour retrouver la voie de la prospérité.

Face à cette incertitude, le citoyen et l’agent économique que nous sommes tous s’installent non seulement dans le doute face aux avis donnés et aux débats contradictoires menés par les experts économiques mais également dans un certain scepticisme quant à la capacité d’action efficace des pouvoirs publics.

Pour tenter d'apporter quelque lumière, je vais tout d'abord procéder à un rappel des faits saillants qui ont marqué le cheminement des dernières années.

La première étape se situe en 2007/2008 : c'est en août 2007 que débute aux USA la crise financière dite des *subprimes* ; sans revenir en détail sur les mécanismes techniques de la titrisation des prêts bancaires – que j'ai plus longuement développés dans ma précédente intervention – je vous rappellerai les enchaînements principaux qui ont abouti à cette crise.

On a assisté, au cours des années 2000 à un développement débridé du crédit immobilier, sous le triple effet de taux d'intérêt très bas, de la mise en œuvre de prêts à remboursement différé, de la distribution de ces prêts par des courtiers rémunérés à la commission et donc peu sensibles au risque représenté par la capacité de remboursement de leurs clients, le tout dans un cadre de hausse continue des prix de l'immobilier. Pour réduire leur risque et élargir leur capacité de prêt, les organismes bancaires porteurs de ces prêts immobiliers à risque les ont titrisés, c'est-à-dire découpés en obligations vendues sur les marchés à des investisseurs institutionnels ou à des fonds spéculatifs (*hedge funds*) à la recherche de forts rendements. L'effondrement est intervenu lorsque la crainte des tensions inflationnistes a amené la banque centrale américaine (la FED) à relever les taux d'intérêt (de 1% à 5,25 % entre 2004 et 2006) ce qui a entraîné l'incapacité des emprunteurs les plus fragiles, endettés à taux variable, à faire face à leurs remboursements ; dès lors, l'importance des mises en ventes de biens immobiliers, saisis en vertu de la garantie hypothécaire, a abouti à une baisse cumulative du marché immobilier et à la faillite des établissements spécialisés dans le crédit immobilier à risque en raison de la baisse de la valeur des immeubles en-dessous du montant des dettes qu'ils garantissaient.

Heureusement, les autorités publiques ont volé au secours non seulement du secteur bancaire américain mais également des banques étrangères impliquées dans cette bulle immobilière américaine ; ceci par le biais de la fourniture de liquidités abondantes par les Banques Centrales aux banques et par l'accord de prêts et cautions aux établissements financiers en difficulté, ce qui a permis très largement d'enrayer le climat de méfiance généralisé provoqué dans le secteur financier par les incertitudes sur la localisation des actifs désormais qualifiés de "toxiques".

C'est en 2008 que va se jouer le 2^e acte avec la faillite retentissante de la puissante banque d'affaires américaine Lehman Brothers.

Il faut ici faire appel à un phénomène bien connu de la théorie de l'assurance que l'on dénomme "hasard moral" en vertu duquel le fait de bénéficier d'une assurance pousse à une prise de risque accru et donc à un accroissement de la sinistralité. C'est pour lutter contre cette dérive que les assureurs ont été amenés à mettre en œuvre des mécanismes de pénalisation des assurés sous forme de franchises ou de malus.

Compte tenu de l'importance décisive d'un bon fonctionnement du système bancaire pour la vie économique, les Banques Centrales et les Etats assument le rôle d'assureur en dernier recours des banques, donnant prise à une idée d'automaticité de la garantie accordée quels que soient les risques pris. Ce qui a été traduit par la formule selon laquelle les banques que l'on qualifie de "systémiques" sont "*too big to fail*".

C'est, semble-t-il, pour casser ce réflexe d'impunité que la Banque Centrale et l'Etat américain ont décidé de ne pas apporter leur soutien à Lehman Brothers dont la forte expansion dans le domaine de la finance structurée traduisait une prise de risque inconsidérée.

L'onde de choc déclenchée par cette faillite fut considérable : alors que les interventions publiques en direction du système bancaire paraissaient avoir maîtrisé les conséquences financières de la crise des *subprimes* de 2007, la rechute fut sévère en raison de la complexité et surtout de l'intensité des liens entre établissements financiers dans un réseau mondial d'interactions et d'intérêts croisés dont Lehman Brothers constituait une pièce maîtresse.

Il s'avéra donc très rapidement nécessaire d'enclencher une nouvelle vague – bien plus massive que la précédente – d'interventions publiques (Etats et Banques Centrales) afin d'enrayer les conséquences de la crise de liquidités et du blocage du marché des prêts interbancaires et d'apaiser les craintes – fondées ou non – sur la solvabilité d'un certain nombre d'établissements bancaires majeurs.

Au delà du sauvetage bancaire, la contagion de la crise financière à la sphère proprement économique – que l'on avait espéré éviter en 2007 – devint inévitable en raison d'un resserrement général des conditions de crédit et de son impact négatif tant sur la consommation des ménages que sur l'investissement des entreprises.

Pour tenter de pallier le ralentissement économique et de favoriser le retour à une croissance positive, les Etats ont mis en œuvre des mesures de relance (dites Keynésiennes) par lesquelles dépenses publiques et dépenses sociales viennent soutenir une demande domestique privée affaiblie.

C'est avec le développement continu de l'emprunt public et le creusement sans précédent des dettes publiques qui en ont été la conséquence que débute le 3^e acte au cours duquel va se confirmer la conjonction dangereuse entre ralentissement économique mondial et prise de conscience des difficultés, différenciées selon les pays, d'ajustement aux contraintes issues de la crise.

Il convient cependant de rappeler que la crise de la dette a des origines anciennes : face à l'affaiblissement des moteurs traditionnels de la croissance en l'absence d'innovations majeures, de nombreux pays avaient tenté de doper artificiellement leur économie par un recours systématique à l'endettement public et privé. De sorte que les efforts de relance par la dépense publique suite à la crise de 2007-2008 sont intervenus sur un socle d'endettement public déjà important et ont fait exploser les ratios de dette publique par rapport au PIB. Intervint alors une prise de conscience des risques d'insolvabilité – au moins pour certains pays au potentiel économique limité – qu'impliquait une telle situation et, en conséquence, de la nécessité de mettre en œuvre des plans de redressement rigoureux.

La zone euro se révéla très rapidement comme l'épicentre de ces difficultés et focalisa l'attention et les inquiétudes sur ce qui devint la crise de l'euro. En effet, l'intégration monétaire qu'a représentée la création de l'euro ne s'est pas accompagnée d'un effort d'intégration économique, budgétaire et bancaire suffisant ; de sorte que les écarts d'évolution économique et de compétitivité entre pays de la zone ne pouvant plus être corrigés par une dépréciation des taux de change, il a été nécessaire, pour éviter un éclatement de la zone, de recourir à des aides directes massives au profit des pays les plus fragilisés tandis que la mise en place d'un dispositif spécial d'opérations monétaires sur titres (OMT) destiné à faciliter le financement

des Etats par la Banque Centrale Européenne a durablement et favorablement modifié la perception du risque aux yeux des marchés ; d'où l'amélioration présente des conditions de financement et des *ratings* des Etats. Parallèlement à ce mécanisme de lutte contre la crise financière, des mesures drastiques de réduction des dépenses publiques, d'augmentation de la fiscalité et de compression du pouvoir d'achat destinées à rétablir l'équilibre macro-économique entre offre et demande et à restaurer la compétitivité extérieure ont été systématiquement mises en œuvre.

Après ces rappels, deux sujets liés focalisent l'attention : d'une part, comment analyser la situation présente ? d'autre part, quelles perspectives de sortie de crise s'offrent à nous ?

Dans la perspective de répondre à ces questions, observons tout d'abord que les avis des experts sont très partagés ; pour les pessimistes, le pire de la crise – notamment ses conséquences sociales – est à venir ; pour les optimistes, nous sommes sur la voie de la convalescence car l'histoire montre que toutes les crises ont une fin. Deuxième observation qui prolonge la première : les différentes zones de l'économie mondiale offrent un tableau contrasté : les Etats Unis et les grands pays émergents – regroupés sous l'acronyme BRICS – ont renoué avec une croissance relativement dynamique tandis que les vieux pays européens (à l'exception de l'Allemagne) peinent à retrouver les voies de la prospérité.

L'Europe se trouve en effet prise dans un cercle vicieux qui associe un niveau d'endettement public difficilement soutenable à moyen terme et une panne de croissance qui aggrave l'évolution des déficits.

Cette conjonction constitue un cocktail difficile à gérer surtout dans un contexte politique dominé par des impatiences sociales et une opinion publique assez largement hostile aux disciplines de l'ajustement, sinon de la rigueur. En effet, retrouver des marges de croissance suppose la mise en œuvre de réformes structurelles destinées à réduire les rigidités, notamment du marché du travail, du système éducatif, des politiques sociales, mais dont les effets positifs, en particulier sur la compétitivité, ne seront perceptibles qu'à long terme (cf. l'exemple de l'Allemagne) alors que les coûts politiques en sont immédiats. Dans ces conditions, à défaut des moteurs que sont l'investissement des entreprises – stoppé par la médiocrité des perspectives d'expansion – et les exportations – bridées par le coût élevé du travail – le seul soutien à la croissance provient de la consommation des ménages qui est impactée négativement par une politique budgétaire à tonalité restrictive, que ce soit par le biais de la réduction des dépenses publiques et surtout de la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux.

Ainsi, l'impossibilité d'accentuation et de perpétuation de l'endettement pour doper une croissance progressivement anémiée fait que l'équation à résoudre n'a pas de solution simple en terme de politique économique à mettre en œuvre. Au final, le changement de la toile de fond se confirme : de la notion de crise qui laisse supposer l'existence d'un accident de parcours suivi d'un retour plus ou moins rapide à la normale, nous passons progressivement à l'idée d'une mutation profonde dans un contexte mondialisé où s'opère de manière continue une redistribution des richesses et des activités entre continents. En d'autres termes, nous glissons de la pathologie aiguë rapidement réversible à la pathologie chronique d'évolution incertaine.

L'histoire économique nous apprend que, hormis les issues extrêmes et fâcheuses que sont la guerre ou la faillite pure et simple, la plupart des crises ont été surmontées par la conjonction de l'inflation et de la croissance. Or, dans l'immédiat, ces deux solutions nous échappent : le recours à l'inflation, qui dévalorise les dettes, est contrarié à la fois par le rôle stabilisateur de la participation à l'euro et par la pression à la baisse des prix imposée par les importations massives en provenance des pays émergents ; quant à la croissance, il est clair que les pouvoirs publics – au-delà de l'incantation – ne disposent plus de leviers d'action à effets rapides, maintenant que les tentatives de relance keynésienne ont montré leurs limites et même leur impuissance. De plus, on peut craindre un affaiblissement de l'effet d'entraînement sur l'économie mondiale exercée par les pays émergents confrontés eux aussi – et notamment la Chine – à un tassement de leurs débouchés européens et américains, à une baisse de la productivité de l'investissement et à la formation de bulles financières, le tout dans un contexte de réajustement de leur modèle de développement économique et social.

De manière plus générale, nous sommes confrontés à une situation paradoxale dans la mesure où les actions susceptibles de favoriser une sortie de crise ne sont pas réellement mises en œuvre en raison d'une insuffisante volonté politique de coopération et d'action coordonnée tant au niveau mondial qu'europpéen. Dans ces conditions, il semble que le scénario le plus probable pour l'Europe en général, et la France en particulier, soit celui de l'entrée dans une longue période de croissance très faible ou nulle, ce qui conduit de nombreux auteurs à évoquer l'image de "la décennie perdue" en référence à la situation qu'a connue le Japon depuis la fin du XX^e siècle.

Les similarités sont en effet nombreuses : des banques en difficulté par exposition excessive, notamment dans le secteur de l'immobilier, et une régulation financière insuffisante ce qui nécessite des interventions qui obèrent les finances publiques et bloquent les crédits à l'économie ; une Banque Centrale qui interprète son mandat de façon stricte, des tentatives multiples de relance rendues plus ou moins inefficaces par les comportements d'épargne des consommateurs conscients des charges futures liées au désendettement public.

Sans aller jusqu'à parler, à l'instar de certains analystes, de "Grande Récession" (en écho à la "Grande Dépression" qui a suivi la crise de 1929) comme conséquence pour l'Europe de la crise de 2008, l'idée s'avère vraisemblable d'une longue période de quasi-stagnation au cours de laquelle pourraient être réalisées les adaptations à la nouvelle ère économique mondialisée, ce qui permettrait de surmonter progressivement les blocages actuels que ce soit au niveau de la concrétisation d'un véritable Etat Européen actif économiquement et audible internationalement ou au niveau de la correction des rigidités internes propres à chaque nation constitutive.

Concernant spécifiquement la France, dès lors que doit être dépassée la nostalgie des Trente Glorieuses et de la croissance garantie, quelles mutations dans la gestion économique nationale doivent être envisagées ?

De nombreux domaines vont être impactés par l'absence de croissance ; sans vouloir en faire un inventaire exhaustif, quelques points saillants doivent être évoqués. En premier lieu, la question du chômage : pendant longtemps, l'effet mécanique de la croissance sur l'emploi et la mise en place d'un système laxiste de

traitement social du chômage ont permis aux responsables politiques de ne pas s'attaquer aux causes profondes du sous-emploi. A savoir principalement l'insuffisance et/ou l'inadaptation des qualifications, ce qui requiert la mise en œuvre d'un appareil de formation plus performant et plus diversifié, notamment pour les jeunes, avec l'école de la deuxième chance et une orientation plus adaptée et éventuellement plus contraignante pour assurer une meilleure adéquation entre offre et demande sur le marché du travail tout en élevant le taux d'emploi global de la population.

Corollaire positif de cette élévation générale des compétences, réductrice du chômage : l'atténuation du développement des inégalités actuellement constaté et lié à une certaine dualisation de la société ; ce qui s'exprime par la coexistence de larges zones de prospérité concentrant la main-d'œuvre hautement qualifiée et les technologies de pointe avec des îlots de prolétarisation accrue de populations en situation de précarité, peu ou pas formées, exerçant des métiers sous-qualifiés ou même complètement dépendantes de l'aide sociale.

En second lieu, la question du système social, dont l'indispensable survie implique que soit maîtrisée la dérive financière qui est inscrite dans les principes fondateurs mêmes de la protection sociale en tentant de conjuguer liberté et solidarité : que ce soit pour l'assurance maladie ou pour les retraites, les mesures aptes à assurer leur pérennité, bien qu'identifiées de longue date, ont jusqu'à présent été éludées au profit d'un mécanisme de titrisation des risques qui permet un report de la charge des déficits sur les générations futures, victimes d'une inéquité intergénérationnelle injustifiable et lourde de conséquences à venir.

On retiendra enfin la nécessité d'assurer un certain relâchement de la pression réglementaire étatique et de l'interventionnisme désordonné au profit de la restauration d'un espace de la liberté et d'initiative ; tout particulièrement à l'adresse des acteurs de la production de richesses qu'il convient d'encourager par des mécanismes incitatifs à l'innovation et à l'entrepreneuriat ainsi qu'à la prise de risque dans la translation productive de ces innovations, gage de croissance future.

Il ne paraît pas nécessaire de multiplier les analyses des points d'achoppement pour percevoir que le chemin du rebond sera long et que seront bien réelles les difficultés à affronter, qu'il s'agisse de dérives politiques populistes ou de risques de chaos économique. Dans cette perspective, le débat, quelque peu sémantique sur l'austérité que les responsables politiques et les médias tentent de raviver de manière récurrente, ne se situe pas vraiment à la hauteur des enjeux et ne reflète que très faiblement l'ampleur des laborieuses mutations à opérer pour retrouver une relative prospérité, au surplus mieux partagée.