

Séance du 15 mars 2010

La crise économique est-elle derrière nous ?

Par Guy DELANDE

S'il y a une unanimité à peu près totale des experts, des historiens, des responsables politiques pour reconnaître que la crise qui a débuté en 2007-2008 a eu un caractère tout à fait exceptionnel – ce qui la fait comparer à celle de 1929 – en revanche, on observe de fortes discordances quant aux opinions concernant le point de savoir si la crise est terminée ou si elle va se prolonger encore de nombreuses années, précisément comme en 1929.

Une courte digression introductive me permettra de vous rappeler que le mot crise (du grec “krisis” : décision) est tout d’abord un terme du vocabulaire médical – selon le Robert “c’est le moment d’une maladie caractérisé par un changement brutal et généralement décisif en bien ou en mal” – qui a été ultérieurement utilisé par les économistes ; ce qui constitue une illustration de la proximité sémantique des deux disciplines sans doute due, entre autres, au fait que le premier grand économiste, reconnu comme tel, François Quesnay, était un médecin.

Capitalisme et crises

C’est une observation assez banale que de noter que l’histoire du capitalisme a été ponctuée de crises qualifiées de cycliques en raison de leur récurrence assez régulière. Dans la période contemporaine, les plus marquantes furent celles de 1880 et de 1929 (dite Grande Dépression) puis de 1975 ; mais celle que nous affrontons depuis 3 ans est incontestablement la plus violente depuis 1929 et il faut certainement la considérer comme la première crise de la mondialisation.

Le capitalisme est avant tout fondé sur la libre initiative des acteurs économiques, qu’ils soient producteurs ou consommateurs : c’est ce qui explique son efficacité dans la création de richesses et sa suprématie, maintenant incontestée, après l’effondrement des tentatives d’organisation économique alternatives au cours de la fin du XX^e s.

Mais, l’expérience l’a abondamment démontré, les hommes sont tout sauf raisonnables dès l’instant que se relâchent les contraintes exercées par les cadres institutionnels et par les régulations qui doivent baliser le fonctionnement d’une économie libérale authentique.

Libéralisme et régulation

On a en effet quelque peu oublié que le libéralisme implique une présence forte mais clairement délimitée de l’Etat dans la sphère économique : si le domaine de la production efficace relève quasi – intégralement de la compétence des entreprises privées, l’Etat doit impérativement – outre la fourniture de biens et services collectifs – fixer les règles du jeu économique et surtout les faire respecter. Si tel n’est pas le cas, si les conditions d’acquisition, d’exploitation et d’aliénation des actifs (ce que les économistes appellent les droits de propriété) ne sont pas clairement établies, si le droit de la concurrence n’est pas fermement défendu, alors on tombe

dans le libéralisme sauvage ou l’ultra-libéralisme. C’est précisément ce qui s’est passé, au cours des dernières décennies, en conséquence d’un mouvement de balancier, tout à fait caractéristique de l’évolution historique : ainsi l’excès d’interventionnisme public qui a caractérisé le milieu du XX^e siècle a entraîné, par réaction, sur la fin du même XX^e siècle, un retrait de l’Etat, retrait tout à fait justifié et salutaire dans le domaine de la production, mais retrait tout à fait excessif en matière de fonctions régaliennes et réglementaires ainsi que sur le registre des régulations face à un capitalisme hyperfinanciarisé.

I – Les manifestations de la crise

Cette mise en perspective générale nous conduit à nous intéresser, dans une première partie, aux manifestations de la crise.

Logique de la crise

De manière assez constante, les crises qui ont ponctué l’histoire économique ont associé une crise financière, facteur déclenchant, et une crise économique conséquente, beaucoup plus grave et plus durable.

En simplifiant quelque peu l’analyse, il est possible de mettre en évidence une logique commune explicative d’un scénario-type : au cours d’une phase d’expansion, on assiste à un emballement du crédit qui finance l’espoir d’enrichissement par la hausse d’au moins un actif sur lequel va se polariser la spéculation ; en termes plus imagés, on parlera de “bulles spéculatives” qui ont concerné, au cours du temps, les actions, les matières premières, l’immobilier, l’Internet... et dont l’éclatement – consécutif à une prise de conscience plus ou moins brutale de la réalité des fondamentaux – signera le début de la crise.

Ainsi, l’expansion financière qui, normalement, permet et accompagne la croissance économique dérape lorsque le développement du crédit n’est plus justifié par les perspectives de revenus futurs des emprunteurs mais par l’anticipation de la hausse de valeur de leur richesse. Cette dérive a été aggravée, dans le cas présent, par l’évolution pernicieuse du modèle classique de l’activité bancaire. Cette dérive a, en effet, permis au banquier d’être moins vigilant dans l’évaluation des risques qu’il assume normalement en raison du développement abusif des techniques de dispersion des risques à travers l’expansion de la finance structurée ; on entend par là des arrangements financiers complexes qui servent à refinancer et à couvrir efficacement le risque de crédit inhérent à toute activité économique, ce qui a profondément modifié les liens habituels entre emprunteurs, prêteurs et investisseurs.

Eléments techniques

Pour expliciter ces mutations, quelques précisions techniques s’avèrent utiles : dans le modèle bancaire traditionnel, le rôle du banquier est de discriminer entre bons et mauvais risques, c’est-à-dire d’évaluer la solvabilité des emprunteurs dans un monde d’information imparfaite. Lorsque le banquier consent un prêt (immobilier par exemple) il acquiert une créance mais perd de la liquidité et supporte l’intégralité du risque (minoré toutefois par l’existence d’une hypothèque) lié aux aléas de remboursement de ce prêt dont la maturité peut être très longue (30 ans s’il s’agit d’un prêt immobilier).

La technique de la titrisation va permettre au banquier de convertir des créances inscrites à son actif en titres négociables : pour cela, les dites créances sont rassemblées en blocs homogènes sur le plan de la durée et du risque, puis ces blocs sont cédés à un fonds commun de créances dont on vend ensuite les parts à des investisseurs sous forme d'obligations. Cette opération permet aux banques d'améliorer mécaniquement leur ratio d'engagements sur fonds propres et donc de retrouver de la liquidité, source de nouvelles possibilités de prêts ; parallèlement, s'opèrera une dispersion des risques et leur mutualisation auprès de nombreux investisseurs, lesquels vont ainsi acquérir des produits de placement (principalement obligations) dits alternatifs dans la mesure où leurs caractéristiques de rendement sont décorréliées de la conjoncture économique (surtout en période de faibles taux d'intérêt).

Cette capacité de la titrisation à transférer et à mutualiser une partie significative des risques de défaut des entreprises et des ménages du système bancaire vers les investisseurs a conduit à un relâchement dans l'appréciation du risque par le banquier et à une limitation de la recherche d'information sur le débiteur, préalablement à l'octroi du prêt. De sorte que, en l'absence d'une régulation financière étatique suffisante, la titrisation a été abusivement développée même si, par ailleurs, il est indispensable d'y recourir pour permettre l'accès au crédit d'acteurs économiques (très petites entreprises, petites et moyennes entreprises) dont la solvabilité aurait été jugée insuffisante dans l'approche bancaire traditionnelle.

La crise financière

Sur la base de ces éléments, on perçoit aisément les enchaînements pervers qui ont abouti au déclenchement de la crise financière en août 2007 aux Etats-Unis. On a assisté tout d'abord, au cours des années précédentes, à un développement excessif du crédit immobilier sous l'effet conjugué de taux d'intérêt très bas, de la mise en place de prêts à remboursement différé, de la commercialisation de ces prêts par des courtiers rémunérés à la commission, le tout dans un contexte de hausse continue du prix de l'immobilier. Pour alléger leur risque et élargir leur activité de prêt, les organismes bancaires spécialisés sur les prêts immobiliers à risque (dit subprimes) 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). C'est alors qu'est intervenue une remontée rapide des taux d'intérêt (de 1 % à 5,25 % entre 2004 et 2006) pour contenir les tensions inflationnistes, ce qui a provoqué l'insolvabilité des emprunteurs les plus fragiles endettés à taux variable : dès lors, l'afflux des mises en ventes de biens immobiliers, saisis en vertu de la garantie hypothécaire, a entraîné un effondrement cumulatif du marché immobilier et la faillite des établissements spécialisés dans le crédit immobilier à risque, confrontés à une baisse de la valeur des immeubles en dessous du montant des dettes qu'ils garantissent. S'ensuit une propagation de la crise à travers des processus de contagion : d'une part, la crise affectant les crédits subprimes titrisés a jeté le doute sur l'ensemble des crédits titrisés provoquant la désaffection des investisseurs ; d'autre part, les fonds d'investissement, qui avaient investi dans les créances titrisées devenues illiquides, ont dû vendre massivement leurs autres actifs liquides pour faire face aux demandes massives de remboursement de leurs clients investisseurs : d'où la chute des marchés d'actions et l'instauration d'un climat de méfiance généralisée alimentée par des incertitudes sur la localisation des pertes liées aux actifs

“toxiques”. L’issue s’est concrétisée par une crise de liquidité et le blocage du marché des prêts interbancaires ainsi que des craintes – plus ou moins fondées – sur la solvabilité des établissements bancaires.

Fort heureusement, les pouvoirs publics ont su tirer les leçons de l’histoire : leur action a permis de surmonter assez rapidement les effets les plus immédiatement délétères de cette crise financière, à la fois grâce à la fourniture de liquidités abondantes par les Banques Centrales aux banques et grâce à l’accord de prêts et cautions par les Etats aux établissements financiers en difficulté ; ainsi avons-nous pu éviter de tomber dans les affres de la dépression, comme lors de la crise de 1929.

La crise économique

Pour autant, la crise financière a inmanquablement débouché sur une crise économique par le canal de deux mécanismes principaux : d’une part, l’insuffisante irrigation financière de l’économie réelle c’est-à-dire des conditions de crédit difficiles voire impossibles tant pour les producteurs que pour les consommateurs ; d’autre part, la perte de confiance des agents économiques quant aux perspectives d’avenir, ce qui les conduit à éviter toute prise de risque et à adopter une posture générale de repli ou au moins, de frilosité. En termes plus techniques, on dira que la propagation de la crise à la sphère réelle de l’économie s’opère par une augmentation du coût d’intermédiation financière, concrètement un resserrement généralisé du crédit qui a un impact négatif tant sur la consommation des ménages que sur l’investissement des entreprises (par ailleurs déjà affectés par les nécessités du désendettement).

Dans ce contexte, les économies sont donc entrées en récession (ce qui implique précisément un recul du PIB pendant deux trimestres consécutifs) et ce phénomène s’est rapidement transmis à l’échelle mondiale en raison de l’ampleur et de l’intensité des mouvements internationaux de marchandises et de capitaux. Il ne paraît pas nécessaire d’insister sur les graves conséquences en termes de chômage massif et de dégradation du tissu productif, tant les médias s’en font quotidiennement l’écho lancinant.

II – Les incertitudes de la reprise

Dès lors, quelles perspectives peut-on raisonnablement envisager ? Il faut reconnaître qu’elles sont très incertaines car le schéma traditionnel d’une reprise conjoncturelle assurant la sortie de récession doit être remplacé dans un cadre beaucoup plus général qui est celui d’un processus – déjà entamé mais qui est en train de s’accélérer – de basculement progressif de la richesse à l’échelle mondiale.

Sortir de la récession : la relance

La panoplie des mesures classiques pour enrayer la récession et revenir à une croissance positive est bien connue et a été mise en œuvre de manière quasi-systématique : globalement, il s’agit de recourir à des plans de relance (dits keynésiens) dans lesquels dépenses publiques et dépenses sociales viennent soutenir la demande domestique affaiblie ; cette action est complétée par des mesures de baisse des taux d’intérêt et des impôts visant à conjurer le risque de déflation (baisse généralisée des prix mortifère pour des économies endettées) en facilitant le désendettement et le

maintien des dépenses privées ; interviennent également des incitations, sinon des injonctions, publiques aux banques pour qu'elles fournissent un volume suffisant de crédit aux agents économiques solvables.

Cependant, l'efficacité potentielle de ces actions de relance se heurte à de nombreux obstacles : tout d'abord, il faut considérer la longueur des processus de mise en œuvre, variable selon l'importance et la complexité des délais institutionnels nationaux ; en second lieu, bien des incertitudes planent sur l'efficacité des mesures de stimulation keynésienne qui devraient être concertées à l'échelle internationale (au moins européenne) pour éviter qu'elles n'entraînent le développement de déséquilibre commerciaux – et donc de tentations protectionnistes – compte tenu de l'ampleur du pourcentage de production étrangère dans la satisfaction de la demande intérieure d'un pays ; enfin, l'importance de l'emprunt public et le creusement sans précédent des dettes publiques sont porteurs de risques de nouvelles bulles spéculatives potentiellement déstabilisantes pour la grille actuellement prévalente des taux de change et, à plus long terme, de tensions sur le marché des capitaux, voire même d'effets d'éviction pour les emprunteurs privés.

La difficulté et la complexité de la question de la reprise est illustrée par la construction de divers scénarios que les experts ont stylisés sous la forme de lettres majuscules. L'acronyme L.U.V. est actuellement considéré comme le plus probable : L pour l'Europe (croissance faible prolongée), U pour les Etats-Unis (redémarrage plus tardif) et V pour l'Asie (rebond rapide et brutal) ; mais l'hypothèse d'un scénario en W (reprise temporaire suivie d'une rechute) n'est pas exclue tant l'estimation des probabilités des différents schémas est sujette à controverses.

La redistribution mondiale de la richesse

Au demeurant, l'analyse ne saurait se limiter au niveau conjoncturel qu'il convient de dépasser pour replacer cette crise dans sa dimension structurelle, beaucoup plus grave car elle concerne la redistribution entamée – et dont le rythme s'accélère – des activités économiques à l'échelle de la planète.

On a parlé, à juste titre semble-t-il, de première crise de la mondialisation dont l'effet principal sera d'amplifier le mouvement de basculement de la richesse que les études prospectives du développement économique mondial mettent unanimement en exergue. D'un côté, l'Occident et le Japon (qui représentent encore plus de la moitié du PIB mondial mais seulement 15 % de la population) semblent souffrir d'une crise de langueur que concrétisent de faibles taux de croissance ; leur potentiel de production de richesse est durablement amoindri par un chômage structurel qui va prendre des proportions alarmantes – car les mesures nécessaires pour y remédier sont de longue maturité – et par l'absence préoccupante d'un nouveau et puissant cycle d'innovation, seul susceptible d'accélérer la croissance. Face à eux, les pays émergents n'ont que très peu et très fugacement ressenti la crise ; dès 2009, ils sont redevenus les locomotives de la croissance mondiale (avec des taux annuels avoisinant les 10 %) et leur effectif augmente rapidement : au-delà des géants démographiques et territoriaux (Chine, Inde, Brésil) traditionnellement cités, de nombreux autres pays (Russie, Turquie, Indonésie, Mexique, Egypte, Afrique du Sud) vont bénéficier de la recomposition et du rééquilibrage de l'économie mondiale. Ainsi, les prévisions des organismes internationaux convergent pour considérer que dès 2020 l'ensemble des sept pays émergents principaux (E7) fera jeu économique

égal avec les sept grands actuels (G7) grâce à un dynamisme qui touche de plus en plus tous les segments de l'activité économique et qui est stimulé par l'affaiblissement de la barrière technologique, jusqu'ici protectrice des anciens pays développés.

Pour conclure, quelle réponse finalement apporter à la question de départ ? Oui, la crise de 2007-2008 en tant que phénomène conjoncturel est certainement derrière nous. Mais les bouleversements fondamentaux, et sans doute irréversibles, dans l'organisation mondiale des activités économiques – dont la crise n'a été qu'un des symptômes les plus marquants – sont, eux, devant nous.

Dès lors, le plus préoccupant, c'est que les peuples occidentaux et tout particulièrement la France, refusent assez obstinément de voir la réalité en face et continuent à vivre et à se comporter comme si leur richesse actuelle, et les facilités qu'elle donne, pouvaient être considérées comme des acquis intangibles et définitifs.