

La « crise » économique actuelle une PERSPECTIVE historique : économie réelle et économie financière

Jacques Taïeb

Agrégé de sciences sociales,

Anciennement attaché de

recherche à l'Institut National

d'Etudes Démographiques

La crise est un processus de retournement du cycle économique qui interrompt une phase d'expansion. Elle se situe donc dans le temps

court. Cependant, dans le sens courant, elle désigne une période de dépression ou de stagnation économique qui peut être durable à long terme, deux ou trois décennies, ou à moyen terme, quelques années.

Il est banal, depuis quelques mois, de tenter une comparaison entre les actuelles difficultés et celles des années 1930, issues de la crise dite de 1929. Démarche pertinente mais qui laisse dans l'ombre bien d'autres périodes, marquées par des désordres et une certaine langueur de la croissance. Pour logique que soit la comparaison avec les années 1930, elle ne constitue pas l'axe majeur du présent exposé qui cherche justement à sortir de ce cadre considéré, peut-être à tort, comme obligé. Nous axerons donc notre descriptif et notre analyse sur ces difficultés de moyen terme, fort nombreuses depuis un long siècle.

Dans cette optique, il faudrait tout d'abord examiner le contexte économique précédant les désordres de 2007-2008, surtout au niveau des innovations financières. Il conviendrait ensuite de remonter le fil du temps pour aborder les comparaisons. Comparaison avec les "crises" des décennies antérieures à la Grande Guerre, dans une première séquence, comparaison avec les "crises" postérieures

à 1945, dans une autre séquence, le paroxysme, réel ou supposé, des années 1930 n'étant abordé que de manière très cursive dans le cours du récit. On l'aura enfin pressenti, à la lecture de ce qui précède, que le cadre d'analyse est celui des pays développés d'économie de marché (PDEM), pour l'essentiel regroupés au sein de l'OCDE et jadis désignés comme pays industriels. Cependant, par la force des choses, pour l'époque étroitement contemporaine, la place et le rôle des économies dites émergentes ne pourront être totalement ignorés.

Le contexte économique : les raisons de la crise

Le quadruplement du prix des hydrocarbures à l'automne 1973 paraît bien ouvrir, pour le monde entier, et pas seulement pour les pays de l'OCDE, une phase longue de difficultés et de désordres économiques. Phase dont ne serait pas encore sortis beaucoup de pays de l'OCDE à la croissance encore alanguie (Italie, France, Allemagne), à peine 2 % l'an de 1974 à 2006, sans compter le Japon englué dans la stagnation depuis quinze ans. En réponse à cette langueur et aux désordres comme l'inflation, partout patents au sein de l'OCDE jusqu'en 1970-80, de nouvelles régulations (ou de nouvelles dérégulations) se mirent en place, symbolisées par l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher en Grande-Bretagne en 1979 et de Ronald Reagan aux USA en 1981.

Il s'agissait de réhabiliter le "laisser faire, laisser passer", la concurrence et le marché et donc de limiter l'interventionnisme des Pouvoirs publics. Mais dans le même temps se vulgarisaient, surtout dans les années 1990, les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) relayant des branches à la demande saturée comme les biens de consommation durable. Antérieurement aux années 1990, se mettaient aussi en place des innovations financières sophistiquées, supposées promouvoir le marché et assurer un meilleur financement de l'activité économique. Dans cette vision des choses, la désintermédiation par la titrisation¹ constituait un élément-clé. Il s'agissait, autant que faire se pouvait, de remplacer les prêts bancaires par le recours aux marchés financiers (les bourses) pour financer les investissements. Il s'agissait aussi pour les banques de transformer en titres leurs créances, titres échangeables, par nature, sur les marchés financiers, dont la vente pouvait renflouer les trésoreries des banques et qui, surtout, n'apparaissaient pas aux bilans. De la sorte, de mauvaises créances étaient occultées.

En même temps, se développaient de nouveaux produits financiers dits dérivés comme les *swaps*. Par exemple, une entreprise, endettée à taux variable, anticipant une hausse des taux, pourrait échanger sa dette contre une dette à taux fixe, si bien sûr l'échangeur pensait y trouver intérêt, cet exemple n'étant qu'un cas particulier de sophistication au sein d'une multitude de produits.

À côté des produits financiers appaurent aussi de nouveaux agents comme les *hedge funds* cherchant à obtenir une meilleure capitalisation que les indices boursiers (Dow Jones, CAC 40, etc), finançant de petites entreprises de haute technologie, pénétrant les conseils d'administration des firmes pour en améliorer la gestion, rachetant partiellement des entreprises sous-cotées en bourse, ces fonds de pension, plus anciens mais en plein essor, les fonds souverains, organismes financiers publics appartenant aux pays à fort excédent commercial (Inde, Chine, Russie, pays pétroliers) qui, dans un cadre de totale mobilité des capitaux, pourraient, s'ils y trouvaient intérêt, racheter à bas prix, avec la chute actuelle des bourses occidentales, une masse d'actifs dans les pays de l'OCDE.

La crise des subprimes

La crise des *subprimes*, patente dès août 2007, dramatisée en septembre-octobre 2008 avec des chutes boursières supérieures à 25 % en quelques mois, n'est que la conséquence de l'existence d'une masse titrisée de créances hypothécaires douteuses détenues par de nombreuses banques et institutions financières, pas toutes américaines, tant s'en faut. L'opacité sur le montant de ces créances et sur les noms des détenteurs a généré une redoutable crise de confiance, poison mortel dans les économies de marché. Les réactions de peur des banques refusant de se prêter entre elles crée, par essence, l'illiquidité et le manque de carburant pour l'économie. De la sorte, née dans la sphère bancaire avec le retournement du marché immobilier aux USA, et la transformation de nombreux emprunteurs en clients insolubles pénalisés, en outre, par la hausse des taux d'intérêt (taux variables), la crise glisse vers les marchés financiers avec l'effondrement des valeurs boursières, résultant des craintes généralisées avec aussi, en toile de fond, l'illiquidité et la contagion presque obligée vers l'économie réelle (la production de biens et de services). Rajoutons dans le paysage l'effet dit de richesse qui entraîne potentiellement une destruction de valeurs pour les agents économiques (actionnaires, sociétés non financières, banques, etc), une vision pessimiste des choses et partant une moindre demande. Tel fut, très schématiquement, le drame des *subprimes*, avec des crises boursières aggravées par la mondialisation, les interconnexions de pays à pays, la diffusion des nouvelles de place en place en temps réel ou presque.

Les deux phases de la crise

Les décennies précédant la Grande Guerre se décomposent en deux phases. La première phase est marquée par une longue stagnation de 1873 à 1895, un peu plus de 2 % de croissance annuelle contre plus de 3 % de 1850 à 1872 et de 1896 à 1913, et une chute de plusieurs dizaines de points sur cent des prix

de gros. Ces temps maussades sont caractérisés par des années de crises aiguës et de durables ralentissements.

D'abord la crise de 1873 qui durera jusqu'en 1878-79. Elle s'explique de multiples manières, mais la cause principale paraît résider dans l'effondrement des bourses allemandes, en 1873, dû au paiement anticipé de l'indemnité française de cinq milliards de francs à l'Allemagne², d'où manque de liquidités et des transferts de fonds des banques allemandes, pour faire face à leurs échéances, depuis l'Italie et surtout l'Autriche (où elle avait beaucoup de dépôts), et contagion vers l'économie réelle. Cette crise de 1873, par sa genèse, paraît se rapprocher des désordres de 2007-2008. Elle rend aussi un certain son de modernité par sa transmission à tous les pays industriels d'alors et à leurs colonies, en partie facilitée par la rapidité relative des moyens de communication, comme le recours fréquent au télégraphe.

La faillite, à Paris, de l'Union générale, en 1882, banque aventurée dans les chemins de fer, déclenche des chutes boursières sur toutes les places. Mais là les désordres avaient leur source dans l'économie réelle, saturation de la demande de matériel ferroviaire, arrivée en Europe des céréales américaines à bas prix, la sphère financière ne faisant que suivre. La croissance ralentie durera jusqu'en 1886. En 1890 la banqueroute de la Banque Baring à Londres eut pour cause une suite de mauvaises récoltes en Argentine où elle était fort engagée. Là encore l'économie réelle, en panne jusqu'en 1895, fut à l'origine des ennuis bancaires et boursiers, ces derniers fort limités.

Après la longue stagnation 1873-95, vint la deuxième phase, le temps prospère de la Belle Epoque (1896-1913) avec le bond technologique dû à l'électricité et à la chimie. Il y eut cependant de petits intervalles de croissance ralentie. 1900-1903, choc surtout allemand, corrélé à une certaine saturation de la demande de produits manufacturés, 1907-1909, choc d'offre dû à une baisse de la rentabilité dans de nombreuses industries avec des coûts de production en hausse, liés à la montée du prix de matières premières comme le cuivre. Aux U.S.A, les banques accablées de mauvaises créances se voient menacées aussi par des retraits des déposants, phénomène de défiance qui dans la foulée entraîne une restriction des crédits et des baisses boursières. Ce schéma, par la défiance et l'illiquidité, n'est pas sans analogie avec la période 2007-2008. En 1913, en Allemagne, les emprunts d'Etat souscrits massivement par les épargnants entraînent un phénomène dit d'éviction pour le secteur privé (bâtiment et industries) à l'expansion ralentie faute de crédits. Là, de nouveau, la sphère réelle est touchée et le crise se répand dans le monde entier avec pour chaque pays des faiblesses particulières qui se surajoutent à la contagion internationale : hausse des matières premières aux USA, loyer de l'argent trop élevé en France

et en Grande-Bretagne (taux de réescompte de la Banque de France à 4 % et à 5 % de la Banque d'Angleterre).

Les Trente Glorieuses

Le temps qui va, de 1945 ou 1950, jusqu'à l'automne 1973, et les hausses du prix du pétrole, connu sous le nom des "Trente Glorieuses", se distingue par la vigueur toute particulière de la croissance des PDEM (pays développés d'économie de marché) (4 % annuellement), la rareté des périodes de ralentissement et leur aspect peu creusé. On isole un petit ralentissement en 1949, un autre en 1952-53, un troisième en 1958, et un quatrième en 1970-71. Tous naissent dans la sphère réelle et les bourses ne font que suivre, de manière d'ailleurs peu spectaculaire.

Il est cependant un phénomène typique des "Trente Glorieuses". Les hausses boursières sont inférieures à la montée des profits, à la valorisation des actifs physiques des entreprises, en bref à la prospérité générale. On s'en émeut et, à Paris, le Général de Gaulle, qui n'en avait cure, déclarait brutalement que « la politique de la France ne se faisait pas à la corbeille ». En fait cette atonie boursière, toute relative, provenait d'un arbitrage défavorable aux actionnaires, initié par des managers tout puissants fascinés par l'investissement.

La crise pétrolière de 1973 et ses conséquences

Le second âge de l'après-guerre débute avec les hausses pétrolières de 1973. Cinq phases de ralentissement international bien marquées vont jaloner la période de 1974 à nos jours. Les crises de 1974-1975 et de 1980-82, en corrélation avec des chocs d'offre (hausse du prix des hydrocarbures), difficultés donc dans l'économie réelle avec de simples projections boursières subséquentes. La crise de 1990-93 est plus complexe : endettement des ménages américains et freinage de leur demande dans un contexte de taux d'intérêt réel élevé (taux d'intérêt nominal corrigé de l'inflation), réticence des banques américaines à prêter d'où relative illiquidité, perte de compétitivité des branches classiques (autos, etc), aux USA et ailleurs devant la concurrence asiatique, diffusion rapide de la crise, surtout par le biais du commerce extérieur, dans une économie fortement mondialisée. Nous avons donc ici interférence entre sphère réelle et sphère bancaire.

La crise 1980-2003

Les difficultés de 2001 à 2003 furent d'abord américaines, puis mondiales, avec des marchés saturés au niveau du NTIC (Nouvelles techniques d'information et de communication) après une décennie de forte demande. Les atten-

tats du 11 septembre 2001 aggravèrent les problèmes en pénalisant les transports et le tourisme. Nous sommes, dans ce cas de figure, en opposition prononcée avec la primauté des sphères bancaires et financières de 2007-2008.

À côté de ces ralentissements, réellement internationaux, il y eut dans les années 1980, 1990 et 2000 des crises plus limitées, quelquefois au sein de l'ancien Tiers-Monde, qui parfois diffusaient au dehors, mais seulement au voisinage immédiat. Citons la crise de solvabilité du Mexique en 1982 suspendant le remboursement de sa dette extérieure, le krach boursier de 1987 aux USA et ailleurs, fortement marqué mais moins creusé qu'en 1929, dû à des ventes massives d'actions et à des achats massifs d'obligations vues comme plus rentables. Les crises bancaires américaines de 1983-89, ponctuelles mais spectaculaires, comme la faillite des caisses d'épargne. La crise globale du Mexique en 1994 : krach boursier, fuite de capitaux, dévaluation monétaire (crise de change). Plus près de nous, les crises de change asiatiques de 1997 avec une chute des monnaies comme le baht thaïlandais et d'autres, suivie par des difficultés bancaires, des baisses boursières et des récessions.

Tous ces problèmes, à l'évidence, se situaient, à l'origine, hors de la sphère réelle, mais l'opacité des comptes des entreprises et des banques aggrava la défiance, surtout en Asie. Sur ce continent, les dragons s'obstinèrent à maintenir une parité fixe de leur monnaie (avec une sous-évaluation certaine pour doper les exportations), une totale liberté de mouvements des capitaux (pour attirer des fonds étrangers), et une politique monétaire intérieure pour stimuler la croissance, largement autonome, ce qui entraînait en contradiction avec la fixité et la liberté, car les manipulations des taux d'intérêt, les volumes changeants de liquidités perturbaient les parités et pouvaient fortement agir sur les mouvements de capitaux, en l'absence de contrôle des changes.

Les cycles de l'économie : une constante biséculaire

Globalement, depuis plus de deux siècles, l'économie de marché se caractérise par une succession de cycles, à moyen et long terme, avec toujours une phase de ralentissement et de désordres divers succédant à une phase de prospérité. Constat d'évidence que ne perçoivent pourtant pas nos médias contemporains, oublieux ou ignorants de l'histoire, pour qui, par exemple, les désordres de 2007-2008 seraient sans précédent. D'un bref examen factuel, il apparaît que, depuis des générations, les origines des crises sont très diverses, même si, dans leur déroulement, elles deviennent plus globales, mêlant sphère réelle et sphère financière et bancaire.

Depuis quelque deux décennies toutefois, crise de change, crise bancaire et surtout crise financière, ont le vent en poupe. Rien d'extraordinaire en cela dans

une économie de marchés financiers où la finance directe, c'est-à-dire le recours à la bourse par des émissions d'obligations, de titres d'emprunt à court terme, et des augmentations de capital des sociétés, remplace, en partie, la finance intermédiée, c'est-à-dire le recours aux banques, lesquelles, on l'a vu, n'hésitent plus à titriser leurs créances. Le chaos actuel est né de l'émergence d'une économie-casino, plus ou moins détachée de l'économie réelle, sans respect des règles prudentielles, sans transparence, sans contrôle des Pouvoirs publics. Mais force est de constater que le paysage économique d'ensemble était, depuis de longues années, perturbé par de nombreux déséquilibres. Déséquilibre de l'économie américaine d'abord, avec une frénésie consumériste des ménages, à l'origine du déficit de la balance commerciale, et des finances publiques délabrées par des prélèvements obligatoires modestes (30 % du PIB, contre près de 45 % en France) plus que par des prodigalités budgétaires. Ces deux déficits jumeaux gonflent la dette extérieure et la charge publique des remboursements, avec des bailleurs de fonds souvent étrangers, compte tenu de l'absence d'épargne des ménages américains. À côté des déséquilibres, il faut incriminer la langueur de nombreux membres de l'OCDE en Europe et au Japon. Même des pays comme la Chine paraissent menacés, menacés par la probable diminution des importations des pays de l'OCDE ou leur croissance plus lente, menacés aussi par le manque de transparence des bilans bancaires, avec sans doute, en Chine, de mauvaises créances et des entreprises aux comptes opaques, peut-être criblées de dettes. La révélation de ces désordres, comme pour le Japon des années 1990, pourrait être ravageuse.

Fin du laisser-faire ?

Le laisser-faire caractéristique du dernier quart de siècle est-il arrivé à épuisement ? Par quoi serait-il remplacé ? L'émergence d'économies collectivistes est partout refusée, sauf par une frange de l'opinion comme en France. Le retour au keynésianisme triomphal est improbable dans une économie mondialisée. Les régulations de demain sont donc à inventer, au plan national et plus encore international.

Vaste programme, obéré par la variété des capitalismes contemporains (capitalisme étatique en Chine, libéral aux USA, redistributif en Europe). Les programmes "médiatiques", refonder le capitalisme, créer un second Bretton Woods, n'ont pas grande signification. En fait, à court terme, il s'agirait de relancer la croissance (fut-ce au prix de désordres budgétaires et monétaires ?), mais à moyen terme des transformations plus radicales s'imposeraient : sortir de la finance échevelée, atténuer ou faire disparaître le déficit extérieur améri-

cain, et symétriquement voir la Chine se préoccuper davantage de son marché intérieur, quitte à réduire ses excédents commerciaux.

notes

1. Titrisation : la créance de la banque est transformée en obligation (valeur mobilière) négociable sur le marché. L'obligation va être achetée par une tierce partie qui espère en tirer un bénéfice supplémentaire. La désintermédiation fait référence au fait que la banque ne remplit plus son rôle d'interprète.
2. La France avait 5 ans pour payer (1871-1875) mais elle paya par anticipation. Les liquidités qui arrivaient en Allemagne se tarirent alors