

# La crise économique et financière de l'automne 2008

## *De la crise de liquidité à la crise de modèle.*

**Jacques SAPIR<sup>1</sup>**  
**Directeur d'études à l'EHESS**  
**Directeur du CEMI-EHESS**

Ce document résume des recherches menées depuis le début 2007 sur la crise américaine et ses conséquences dans le cadre du Séminaire Franco-Russe CEMI-IPEN.

L'analyse de l'origine de la crise et de ses modes de diffusion peut être consulté dans J. Sapir, "Global finance in crisis" in *real-world economics review*, issue n° 46, 18 Mai 2008, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue46/Sapir46.pdf>

Le texte d'origine, présenté à Vologda en décembre 2007, au Conseil des Professeurs de la *Moskovskaya Shkola Ekonomiki* à Moscou et enfin au *Russia Forum* organisé par Troïka-Dialog les 30 et 31 janvier 2008, peut être consulté : CEMI Document de Travail n° 13, J. Sapir, "Global Finance in Crisis and implications for Russia. Dynamics, risks and opportunities" à <http://cemi.ehess.fr/document.php?id=981>.

Pour l'ampleur de la récession, tel qu'il était prévisible ce printemps : J. Sapir, « Quelle ampleur et quelle durée pour la crise actuelle », *Revue du Mauss Permanente*, 19 mai 2008, URL <http://www.journaldumauss.net>

En ce qui concerne les développements de la crise financière depuis début septembre J. Sapir, « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », *Revue de la régulation*, n°3, 2<sup>ème</sup> semestre 2008, Varia, [En ligne], mis en ligne le 30 septembre 2008. URL : <http://regulation.revues.org/document4032.html>

Une première version avait circulé dès le 22 septembre. J. Sapir, « 7 jours qui ébranlèrent la finance », posté le 22 septembre 2008 sur EHESS, Actualités de la Recherche en Histoire Visuelle à :

<http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/09/22/816-sept-jours-qui-ebanlerent-la-finance>

Et J. Sapir, « Trop peu, trop tard – les aventures du Plan Paulson », mis en ligne le 6 octobre 2008 ; site Actualités de la Recherche en Histoire Visuelle URL :

<http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/10/06/833-trop-peu-trop-tard>

---

<sup>1</sup> Contact : [sapir@msh-paris.fr](mailto:sapir@msh-paris.fr)

La crise actuelle consiste en la superposition de 3 crises liées dans leur nature mais distinctes dans leurs temporalités et leurs caractéristiques : une crise de liquidité, une crise financière et une crise de modèle de capitalisme. Cette combinaison est extrêmement rare. Elle explique la gravité de la situation actuelle, qui ne peut être désormais comparée qu'à celle de 1929. Ces trois crises surviennent dans une conjoncture particulière, que l'on peut décrire comme celle d'une fin d'hégémonie.

Les conséquences de ces crises sur les économies européennes et aux Etats-Unis seront importantes et se feront sentir jusqu'à la fin 2010 dans le meilleur des cas. Les mesures à prendre dépendent des différents niveaux de crise qu'il faut traiter. Elles conduiront à des modifications très substantielles de la forme de capitalisme que nous connaissons.

## **I. Les trois crises.**

La crise de liquidité résulte de la perte de crédibilité des autorités américaines dans le traitement de la crise financière dans la période du 15 septembre au 28 septembre. Elle se caractérise par une rétention quasi-totale des liquidités par les acteurs en détenant et l'effondrement du marché interbancaire à court terme. Cette situation découle d'une incertitude radicale sur l'environnement économique qui engendre une préférence absolue pour la liquidité. Elle menace la totalité des entreprises bancaires et financières et s'étend désormais aux entreprises du secteur « réel ». Elle ne peut être traitée que par des actions politiques fortes combinées à des engagements financiers qui assurent et garantissent la continuité des paiements.

La crise financière résulte de l'accumulation puis de la dissémination de créances douteuses dans l'ensemble du système financier. Elle est le produit des différentes étapes de la déréglementation bancaire et financière depuis 1980 qui ont permis le mélange des métiers de la finance et un développement incontrôlable de l'innovation financière et de la titrisation et une circulation des capitaux à court terme sans limites. Elle a été aggravée par les nouvelles règles comptables (mark to Market). Elle se traduit par des incertitudes sur la solvabilité des établissements et sur une détérioration de leur position générale.

Cette crise ne pourra pas se résoudre sans une réforme de fond du système bancaire impliquant certainement le retour de l'État dans le capital de certaines banques, une séparation stricte entre les métiers de banque de crédit et de banque de marché, une réglementation des innovations financières et des mouvements de capitaux.

La crise du modèle de capitalisme concerne le modèle néolibéral en économie totalement ouverte qui s'est développé à partir des Etats-Unis mais qui est présent en Europe en particulier en Espagne, Irlande et Grande-Bretagne et qui a contaminé la France et l'Allemagne. Ce modèle se caractérise par une compression générale des revenus salariaux induite par les effets dépressifs venant de la concurrence des producteurs à bas coûts, et une trappe à spéculation induite par la finance déréglementée qui capture les profits et les éloigne de l'investissement productif. Ce modèle a atteint sa plus grande cohérence aux Etats-Unis où il se caractérise par une distribution générale des revenus très inégalitaire et une croissance qui a reposé totalement sur le crédit entre 2002 et 2007, dans des conditions d'insolvabilité croissante des ménages. On retrouve ces éléments dans les « clones » européens. Les effets de la dépression salariale sont cependant présents dans d'autres pays. La dépression salariale a conduit à rendre le crédit aux ménages indispensable et a abouti à des taux d'endettement des

ménages extrêmes, au moment même où la solvabilité des ménages était mise à mal. L'origine des chaînes des mauvaises dettes se trouve ici.

Cette crise implique une révision complète du modèle économique, avec la récupération par la puissance publique de ses instruments d'action dans le domaine structurel comme dans celui de la politique économique et monétaire. Il faut combattre la dépression salariale par des mesures de protection des marchés intérieurs.

Ces trois crises ne se développent pas à la même vitesse. Elles ont des rythmes et des implications différentes. Elles sont cependant étroitement liées dans la mesure où la crise de modèle induit la crise financière qui a débouché sur la crise de liquidité.

Ces trois crises se développent à un moment historique où l'hégémonie américaine est brisée et où l'ensemble des institutions internationales sont contestées ou contestables. Elles surviennent à un moment où aucune autre puissance ne peut prétendre à l'hégémonie et où de nouveaux modèles de développement apparaissent. Elles impliquent une réévaluation globale des stratégies d'insertion internationale.

Dans le contexte actuel, et en espérant que la crise de liquidité soit rapidement maîtrisée, on doit s'attendre à trois développements importants :

- (i) Une forte volatilité et instabilité des taux de change va se développer dans les mois à venir, dans le cadre d'une tendance longue à la baisse du Dollar et à la surévaluation de l'Euro. Les mouvements actuels des change sont erratiques et directement induits par la crise de liquidité. L'explosion du déficit budgétaire américain qui dépassera les 10% du PIB dans l'année fiscale 2009 et restera élevée dans l'années fiscale 2010, combinée à une très forte récession devrait pousser le dollar à 1,57-1,65 USD pour 1 Euro, avec des conséquences dramatiques pour les industries européennes à fort contenu technologique. Mais, cette évolution du taux de change va se produire à travers une volatilité très importante qui rendra difficile le calcul économique par les entreprises.
- (ii) La volatilité des marchés des changes va contaminer les marchés des matières premières. Si la tendance à la hausse relative des matières premières doit se maintenir à moyen terme, les fluctuations des cours pourraient être considérables et déstabiliser les pays producteurs qui n'ont pas pu constituer des réserves suffisantes. Ici aussi, faute d'une prévisibilité des prix, les calculs économiques des entreprises seront fortement perturbés, ce qui va pousser les investissements à la baisse.
- (iii) Les effets cumulatifs des récessions vont pousser l'économie des Etats-Unis et celles des pays de la zone Euro dans une récession globale de longue durée. Contrairement aux crises précédentes (1987, 1998/99) il n'y aura pas de rebond rapide.

Le dernier point souligne l'importance des effets de la crise financière sur les économies « réelles », effets qui étaient prévisibles dès le début du printemps 2008, et qu'il convient maintenant de préciser.

## **II. Les effets sur les économies réelles.**

Aux Etats-Unis, premier bilan des effets de la crise montre l'amorce d'une contraction de l'activité durant le 1<sup>er</sup> semestre, en dépit des aides gouvernementales. L'impact sur la

croissance a cependant été moins fort que prévu car les exportations ont progressé de 13% grâce à la baisse du Dollar. Ceci cependant sera transitoire et le résultat plutôt satisfaisant du 2<sup>ème</sup> trimestre 2008 ne préjuge pas du futur.

La contraction de la demande intérieure, qui sera au total de -4% à -6% en combinant les effets de l'arrêt du *Home Equity Extraction* et un effet de richesse négatif, va s'aggraver durant l'automne 2008 et l'hiver, alors que les effets des aides gouvernementales se seront dissipés. L'investissement est déjà en forte baisse de même que la consommation des ménages (baisse de -4,5% des achats de biens durables). Le 2<sup>ème</sup> semestre 2008 sera très mauvais, et l'économie américaine pourrait entrer en récession au 3<sup>ème</sup> trimestre et y rester jusqu'à la fin du printemps 2009 dans le meilleur des cas. La production industrielle a commencé à baisser (-1,1%) au mois d'août et cette tendance devrait se confirmer.

La contraction de la demande devrait se traduire par une hausse continue du chômage, qui de 6,1% à l'été 2008 pourrait fin 2009 atteindre le niveau de 1992 soit 8% de la population active<sup>2</sup>. La dégradation de la situation des ménages et des entreprises fragilisera encore plus les banques américaines. La crise financière et bancaire va rebondir, cette fois en raison de la dégradation de la situation du secteur « réel ».

Les marges de manœuvre des autorités sont faibles, quel que soit le résultat de l'élection présidentielle de novembre 2008. Le déficit budgétaire a été prévu à 3,5% du PIB. Avec le Plan Paulson et la détérioration de la situation il continuera de monter dans la mesure où le budget fédéral devra prendre à sa charge le sauvetage des institutions hypothécaires parapubliques comme *Freddy Mac* et *Fanny Mae* et la consolidation des comptes du budget des états<sup>3</sup>. Ainsi, le déficit public pour l'année fiscale 2009 (FY-09) pourrait dépasser les 10% du PIB et atteindre les 12%, aggravant à terme la pression à la baisse du Dollar.

Sauf à imaginer une politique économique radicalement nouvelle, le retour à la croissance sera faible dans son ampleur et fragile. La crise américaine aura des conséquences dramatiques sur le Mexique qui sera pris en étau entre la contraction du marché intérieur américain et la perte de compétitivité des exportateurs mexicains face à la Chine.

En Grande-Bretagne, les mécanismes y sont les mêmes. L'endettement des ménages atteint 107% du PIB et les *Home Equity Loans* jouent le même rôle que les *Home Equity Line Of Credit*. La crise hypothécaire y suit des courbes parallèles<sup>4</sup>. De même, le taux d'épargne des ménages est très faible et ne saurait être encore diminué.

Les ménages britanniques, fragilisés par les politiques libérales et privé de protection sociale pour une part importante de la population<sup>5</sup>, seront particulièrement vulnérables. Le ralentissement du secteur immobilier est déjà brutal ; comme aux Etats-Unis il y a un fort effet de richesse négatif. La Grande-Bretagne devrait connaître une forte contraction de l'activité, avec une hausse simultanée du chômage et des déficits publics entre fin 2008 et fin 2009. L'entrée de l'Irlande dans une forte récession (avec -1,5% du PIB) est un indicateur de ce qui menace le pays.

La situation des pays de la Zone Euro est extrêmement contrastée. Un pays comme l'Espagne se rapproche fortement du modèle Anglo-Américain. L'endettement des ménages

<sup>2</sup> Ces chiffres ne tiennent pas compte des travailleurs clandestins licenciés en masse dans le secteur du bâtiment depuis janvier 2008.

<sup>3</sup> E.C. McNichol et I.J. Law, "22 states face total budget shortfall of at least \$39 Billion in 2009; 8 others expect Budget problems", *CBPP Policy Brief*, 15 avril, 2008, Washington DC

<sup>4</sup> Voir, IMF *Global Financial Stability Report*, Fonds Monétaire International, Avril 2008, Washington DC, p. 8

<sup>5</sup> M. Brewer, A. Goodman J. Shaw and L. Sibieta, *Poverty and Inequality in Britain: 2006*, Institute for Fiscal Studies, London, 2005. Voir aussi W. Paxton and M. Dixon, *The State of the Nation: An Audit of Injustice in UK*, Institute for Public Policy Research, London, 2004.

est considérable et l'épargne faible. La croissance récente a reposé sur la spéculation immobilière. L'éclatement de la bulle immobilière se traduit très fort ralentissement du secteur de la construction (de 800 000 logements/an à moins de 300 000). Le mécanisme des hypothèques à taux variable et décalé conduit à une très forte montée de la charge de l'endettement sur les ménages. Les remboursements mensuels ont atteint en moyenne 47% du revenu des ménages début 2008 et devrait dépasser les 50% à l'automne 2008. Les banques espagnoles, dont plus de 65% des actifs sont issus des activités immobilières, sont très vulnérables. Mais, le gouvernement espagnol a engagé un plan de relance massif (20 milliards d'Euro). Si un effondrement de l'Espagne ne menace pas dans l'immédiat, la dette publique s'accroît fortement et le déficit de la balance commerciale explose. L'Espagne est en effet un des pays de la Zone Euro où les coûts salariaux ont le plus augmenté<sup>6</sup>. Cette situation est aggravée par la forte appréciation de l'Euro.

Dans le cas de l'Allemagne, l'effondrement des anticipations des entreprises depuis mars 2008, témoigne de la contraction brutale des carnets de commande. Si l'activité n'a pas encore brutalement ralenti, elle devrait le faire au début de 2009.

En France où le crédit hypothécaire est peu développé, l'appréciation de l'Euro est dévastatrice<sup>7</sup>. En incluant tous les effets, elle provoque une baisse de la croissance de 0,6% à 1%. Par ailleurs les banques françaises ont procédé depuis début 2008 à un notable rationnement du crédit<sup>8</sup>. Depuis la campagne présidentielle de 2007, notre pays est présenté de manière quasi-hystérique comme en état de surendettement pour justifier une politique de rigueur budgétaire. La réalité des faits est très différente, et la situation globale de la France plus favorable que chez nos voisins.

La France aurait dû pouvoir traverser la crise au moindre mal. Il n'en sera rien, car la politique du gouvernement Fillon depuis l'été 2007 aggrave les effets de la crise financière. Elle vise à réaliser une déflation pour accroître la compétitivité. Cependant, l'effet direct détériore le pouvoir d'achat déjà sous pression de la concurrence internationale pour les travailleurs à qualification faible ou moyenne, et l'effet indirect est équivalent à un effet de richesse négatif conduisant les ménages à modérer brutalement leurs dépenses. Compte tenu de la hausse de l'Euro, il n'y aura pas d'effet positif du commerce extérieur et les réformes actuelles vont accroître la vulnérabilité globale de l'économie française face à la crise. La croissance française sera plus faible que prévue en 2008 et une récession est à craindre au printemps 2009. La politique Fillon est le pendant moderne de la politique de Pierre Laval en 1935.

### III. Des effets de la crise très divers de par le monde.

La crise actuelle va se traduire par une très faible croissance dans les 3 années qui viennent pour les pays développés, avec un taux annuel moyen pour 2008-2010 de 1,2% aux Etats-Unis, 1,3% en Allemagne et 1,5% en France. À l'inverse, la croissance restera soutenue dans les BRIC, avec un taux moyen d'au moins 6% sur 2008-2010. Le PIB cumulé de ces 4 pays qui atteignait 26% de celui des Etats-Unis en 2000, devrait atteindre 60% en 2010. Pour d'autres pays émergents, coincés entre la dépression des marchés occidentaux et la montée de

<sup>6</sup> Voir *Conjoncture Paribas*, n°12/2007, Décembre 2007, p. 14, Graphique 20

<sup>7</sup> F. Cachia, "Les effets de l'appréciation de l'Euro sur l'économie française", in *Note de Synthèse de l'INSEE*, INSEE, Paris, 20 juin 2008.

<sup>8</sup> Si les taux n'ont pas fortement augmenté, le pourcentage de rejet des dossiers de demande est de 50%.

la concurrence chinoise, l'avenir s'annonce plus sombre. C'est le cas en Amérique Latine, mais aussi de plusieurs pays du Maghreb.

La principale caractéristique des effets réels de la crise financière est de mettre en lumière une forte hétérogénéité des situations et des réactions au sein des économies occidentales.

#### Typologie des déterminants de la conjoncture (fin août 2008)

Nature de l'effet Pays	Effet de richesse l'immobilier ( <i>Home equity Extraction</i> )	Effet de richesse classique (actions, obligations)	Effet de contraction du crédit	Effet du taux de change	Impact du prix des matières premières	Impact de la politique publique
USA	---	--	--	++	--	+
GB	--	--	--	<b>0</b>	-	<b>0</b>
Espagne	--	-	--	--	--	+++
Allemagne	<b>0</b>	-	--	--	-	<b>0</b>
France	<b>0</b>	-	-	--	-	--

--- très négatif, -- négatif, - faiblement négatif, 0 nul ou neutre, + faiblement positif, ++ positif ; +++ très positif.

Les déterminants négatifs l'emportent largement partout, mais pour des raisons assez différentes suivant les pays. Il n'y a donc pas une malédiction de la crise. Une autre politique monétaire dans la zone Euro, et une autre politique publique pour la France, pourraient considérablement modérer l'impact de la crise.

La crise financière actuelle met donc en évidence la diversité des modèles de capitalisme et de leurs réponses à une même perturbation. La globalisation de l'économie n'a pas été son unification. Le « modèle américain » ainsi que ses « clones » souvent cités en exemple ces dernières années (Grande-Bretagne et Espagne) apparaît comme la première victime de la crise. Les stratégies combinant une financiarisation de l'économie, une déréglementation et une acceptation de fortes inégalités en accroissent la vulnérabilité.

Le cœur économique traditionnel de l'Union Européenne est appelé à traverser une période de dépression, voire de récession relativement longue. On le voit dès aujourd'hui avec le recul du marché de l'automobile et des biens manufacturés. Ceci va peser lourdement sur la croissance des « nouveaux adhérents » dont la balance commerciale devrait se dégrader sensiblement en 2008 et 2009. Dans le même temps, l'économie russe, dont le marché intérieur est en forte expansion, va jouer le rôle d'un pôle régional de croissance. Ceci pourrait accélérer la tendance à la « dé-corrélation » de certaines économies (Slovaquie, Hongrie, Roumanie, et Bulgarie) avec le reste de l'UE, mais aussi peser sur la Zone Euro. Dans de nombreux secteurs (automobile, constructions mécaniques) les profits des entreprises européennes sont réalisés en priorité sur le marché russe.

L'analyse des causes de la crise montre que, au-delà de nécessaires réglementations financières et bancaires, il n'y aura de retour durable à la croissance que si l'effet taux de change peut être combattu et si les revenus des fractions les plus exposées du salariat peuvent être consolidés. La protection du travail industriel à faible et moyenne qualification est une condition de la stabilité de la demande intérieure. Ceci ne sera pas possible sans le recours assumé à des politiques protectionnistes.