

# D'une grande crise à l'autre

## Une analyse synthétique à l'usage des citoyens

par Liêm Hoang-Ngoc

La crise financière de 2007-2008 se distingue de celle de 1929 par l'ampleur de l'intervention publique déployée pour la conjurer. La nature des activités dans l'économie réelle ayant tiré la croissance au cours de la phase précédant le krach n'est certes plus la même. Le boom dans l'industrie automobile a tiré la croissance des années 20. L'immobilier et le secteur moteur de la période 2002-2007. De même, des innovations financières les plus sophistiquées marquent la phase actuelle. Pour autant, quelques traits communs concernant l'interaction des sphères financières et réelles peuvent être soulignés. Premièrement, l'extension du crédit a, dans les deux cas, favorisé l'émergence d'une bulle spéculative. Deuxièmement, si la tritrisation est le détonateur de la crise actuelle, la création des *call loans* (acquisition d'actions à crédit moyennant un apport égal à 10% de la valeur des titres) est à l'origine de la bulle des années 1927-29. L'achat d'action à crédit n'est alors viable que tant que le taux de rendement des actions demeurait supérieur aux taux d'intérêt. Entre 2002 et 2006, le développement du crédit hypothécaire n'est profitable aux acteurs financiers que tant que la bulle immobilière permet aux banques de récupérer des plus-values sur les hypothèques en cas de défauts de paiement des ménages. Troisièmement, la déconnection entre l'évolution des gains de productivité et la progression salariale est un phénomène marquant dans l'économie réelle, commun aux deux crises. La stagnation du revenu salarial débouche en 1929 sur une crise de surproduction qui précède l'éclatement de la bulle financière. En 2006, compte tenu de la stagnation du revenu médian, le développement de l'endettement privé alimenté par le crédit hypothécaire a été le principal moteur de la croissance américaine après l'éclatement de la bulle internet en 2000.

Cet article a pour objectif de présenter pédagogiquement aux citoyens les enchaînements macroéconomiques qui ont conduit à la crise actuelle et à son traitement par la politique publique. Il tire quelques enseignements théoriques de la crise et s'achève par un certain nombre de recommandations pour le débat public.

## Les marchés financiers sont défaillants

Les marchés financiers ont théoriquement pour vocation d'assurer l'allocation optimale des ressources financières pour l'investissement. A cet égard, pour les économistes classiques, l'ajustement baissier des cours serait un moyen de sanctionner les mauvais projets, tels que des prêts immobiliers trop risqués. Les banques centrales ne doivent pas intervenir sous peine de maintenir les mauvais financeurs sous perfusion et d'engendrer des risques inflationnistes dans une économie en plein-emploi des ressources en hommes et en machine. Malheureusement, les marchés financiers n'assurent pas l'allocation optimale des ressources financière. Ils ont fait les mauvais choix. Les banques ont fait miroiter l'accès à la propriété par le crédit hypothécaire à des ménages peu solvable et pour la plupart déjà surendettés, sans penser que la bulle immobilière finirait par éclater. Tous les acteurs financiers se sont confondus en se précipitant aveuglément sur des produits dérivés tant que cela rapportait. Les trois agences de notation américaines ont noté AAA des placements hautement risqués. Le marché immobilier s'est retourné et les taux d'intérêt variables se sont relevés. Les ménages pauvres n'ont pu rembourser leurs dettes. La valeur des hypothèques s'est effondrée. Les banques et autres investisseurs ont réalisé des pertes. Ils n'ont pu ensuite revendre leurs actifs « pourris » adossés aux créances douteuses. La faillite des uns provoque l'effondrement des autres, détenant des créances sur les premières. La valeur boursière des acteurs bancaires a été attaquée. Au total, plusieurs milliers de dollars de « capitaux fictifs » se sont évaporés. A côté de cette « dévalorisation du capital » au sens de Marx, de nouvelles fusions se sont produites, faisant de la finance mondiale un secteur de plus en plus concentré : Bank of America a absorbé Merrill Lynch, Barclay's a racheté Lehman Brother's, HBOS et Lloyds ont fusionné... avant d'être nationalisés. La BNP a racheté Fortis. Les banques les plus touchées sont dans l'incapacité de lever des fonds propres et d'obtenir des crédits sur le marché interbancaire tant l'incertitude pousse à la défiance des banques les unes envers les autres.

## La monnaie n'est pas neutre

L'incertitude et la défiance ont accru la préférence pour la liquidité et fait craindre une crise de crédit, dommageable pour la croissance. La monnaie n'est pas neutre. La monnaie est le lien social par excellence. Face à la crise de liquidités sur le marché interbancaire, les banques centrales ont été pragmatiquement expansionnistes, à la différence de 1929. Elles ont injecté des liquidités bien au-delà de ce que les monétaristes auraient suggéré (il existe une interprétation monétariste de 1929) sans relancer l'inflation. C'est au contraire la déflation qui menace désormais, preuve que l'inflation récente n'est pas d'origine monétaire. Les banques centrales ont de surcroît baissé de façon coordonnée les taux d'intérêt pour réduire le coût du refinancement sur le marché interbancaire. La BCE a donc joué tout son rôle, tardivement cependant. L'injection de liquidité et la baisse des taux visent à détendre la tension sur le marché interbancaire où les banques ne se prêtent plus que moyennant un taux élevé. Les crédits qu'elles accordent aux particuliers et aux entreprises se raréfient et renchérissent. Malheureusement, les taux sur le marché interbancaire ne se détendent pas car la crise de solvabilité vient se superposer à la préférence pour la liquidité sur le marché interbancaire. Les agents savent que les autres risquent de n'être pas en état de rembourser leurs dettes.

## Le retour de l'Etat

La dégradation du bilan des banques et compagnies d'assurance du monde entier a conduit les Etats à venir au secours du système financier. Keynes ne disait-il pas que lorsque la politique monétaire était inefficace, notamment en cas de trappe à liquidité, la politique budgétaire devait socialiser une partie de l'investissement ? C'est en l'occurrence de la recapitalisation des banques dont il s'agit désormais. Outre l'injection de liquidités et la baisse des taux d'intérêt par la banque centrale pour éviter une crise de crédit, l'intervention publique prend dans la crise actuelle trois formes : la garantie des dépôts et des prêts, la création de caisses de défaisance des « pommes pourries » pour socialiser les pertes, la recapitalisation par l'Etat. Après le sauvetage de Bear Sterns, les nationalisations de Fanny Mae et Freddy Mac (les deux principaux réhausseurs de crédit) et d'AIG, le plan Paulson I a consisté à créer une immense caisse de défaisance de 700 milliards. Dans un contexte où les bilans des banques sont dégradés à l'extrême, ceci revient à « perfuser un malade victime d'une hémorragie interne » (*dixit* Joseph Stiglitz). C'est pourquoi la nationalisation d'une partie système bancaire est devenue la seule solution plausible pour restaurer la confiance des épargnants. Le plan Paulson II a donc débloqué 250 milliards pour nationaliser 9 des principales banques américaines.

« Le nuage ne s'est pas arrêté à Tchernobyl ». Les bilans des banques françaises (pourtant réputées plus solides pour l'importance de leurs fonds propres et la diversification de leurs activités) sont extrêmement dégradés, d'autant qu'elles comptent parmi les plus importantes clientes de produits dérivés. Elles ont par ailleurs de nombreux engagements dans les banques européennes, et notamment dans les banques allemandes comme la Hypo Real Estate, dont les pertes sont estimées à 70 milliards ! Nicolas Sarkozy en a certainement pris conscience en réunissant les patrons de banques et de compagnies d'assurance. L'idée même d'une caisse de défaisance ou de recapitalisation à l'échelle européenne, évoquée par l'entourage du Président à l'issue de la première réunion des banquiers et assureurs à l'Élysée, atteste de la gravité de la situation. Il ne s'agit pas d'une dramatisation politicienne ; cette annonce risquait sérieusement d'enclencher une spéculation baissière sur toutes les valeurs françaises.

Faute d'Europe politique, l'absence d'un Trésor européen, à l'image du Trésor américain, n'a pas permis l'ébauche d'un plan Paulson en Europe financé par l'emprunt, ce dernier étant en majeure partie financé par les bons du Trésor américains. Les solutions resteront donc nationales, chaque pays constituant ses propres caisses de refinancement et de recapitalisation. Immédiatement après son refus d'une caisse européenne, l'Allemagne a débloqué 50 milliards pour venir au secours de Hypo Real Estate. La France a dépensé un milliard de plus dans le budget en plus des deux milliards de la CDC pour sauver Dexia. L'Irlande n'avait fait qu'anticiper ce mouvement en garantissant les avoirs des épargnants dans ses banques.

Néanmoins, la coordination des réactions nationales et de la banque centrale n'a pas tardé à émerger. Le plan décidé par l'Eurogroupe du 12 octobre 2008 s'ordonne autour des points suivants : une recapitalisation des banques, une garantie publique des prêts interbancaires, une mise en cause des normes comptables évaluant les banques et entreprises à partir de la valeur de marché de leurs actifs afin de consolider les ratios de solvabilité, la possibilité pour les banques commerciales de se refinancer directement auprès de la BCE plutôt qu'en empruntant sur le marché interbancaire. Les plans annoncés par les Etats s'ordonnent plus précisément autour de la constitution de deux caisses :

. Une caisse de recapitalisation nommée SPPE en France (dotée de 40 milliards en France, 64 milliards en RU, 80 milliards en Allemagne). Le RU a d'ores et déjà nationalisé la Lloyds, HBOS et la Royal Bank of Scotland à hauteur de 46 milliards.

. Une caisse garantissant les prêts interbancaires (400 milliards en Allemagne, 318 milliards au Royaume-Uni). En France, cette seconde caisse distingue de celle des autres pays européens. La Société de refinancement des banques en France, dotée « fictivement » de 320 milliards d'euros, est un doublon de la banque centrale (sans ressources propres réelles !) autorisée à accorder des prêts à des acteurs qui ne peuvent se financer directement auprès de la banque centrale.

Malgré son engagement, l'Etat ne détient que la minorité de blocage (34%) dans la structure du capital où les banques sont majoritaires ! la présidence de la caisse est confiée à Michel Camdessus, ancien directeur du FMI au temps des politiques d'ajustement structurel imposées aux pays en développement.

Les plans nationaux seront financés par l'emprunt. C'est pourquoi le sommet du G4, convoqué par Nicolas Sarkozy, puis l'Europgroupe ont suspendu *de facto* le pacte de stabilité pour cause de circonstance exceptionnelle. Le financement par l'emprunt de la politique publique ne pose pas de problème macroéconomique majeur tant l'épargne européenne est forte et friande d'obligations d'Etat, à la différence de l'épargne américaine. Il est prévu de revendre les actifs lorsqu'ils se seront à nouveau valorisés, de telle sorte que la plus value permette d'équilibrer le budget sans recourir au contribuable (il s'agit donc de nationalisations partielles et temporaires pour socialiser mes pertes pour privatiser les profits). Toutefois, si la croissance tardait à redémarrer, le contribuable serait inévitablement concerné, en raison du défaut de rentrée fiscale en période de récession. Compte tenu de l'existence d'un bouclier fiscal, la charge du financement pèserait alors sur les classes moyennes et modestes, qui subissent déjà la crise du pouvoir d'achat. La dégradation de leur situation pourrait aggraver la tendance récessionniste.

## Un plan de relance est nécessaire

Pour éviter les effets pervers d'un « second tout récessionniste », un plan de relance est plus que jamais nécessaire, à côté du plan de recapitalisation. Il faut supprimer définitivement le pacte de stabilité et engager une réforme fiscale qui rende l'impôt progressif pour éviter qu'il ne pèse sur les classes à forte propension à consommer.

Le pacte de stabilité est certes suspendu et n'est appliqué par aucun des grands pays européens. La France, l'Allemagne et l'Italie ont des taux d'endettement bien supérieurs à 60% du PIB. Néanmoins, la référence au pacte à moyen terme, où la perspective d'un « retour à l'équilibre budgétaire » reste l'objectif de nombreux gouvernements européens, instaure une norme de politique budgétaire qui reste tournée vers la rigueur en toutes circonstances, au-delà des mesures d'urgence pour éponger les pertes du système financier. Le budget 2009 ne sera pas un budget de relance. Il prévoit à nouveau la compression de dépenses publiques et la suppression de 30 000 postes de fonctionnaires. La nécessité d'une politique budgétaire contra-cyclique est pourtant plus forte que jamais. Les Etats doivent pouvoir soutenir l'activité en période de récession en laissant filer les déficits. Ils doivent affecter les cagnottes fiscales au désendettement à l'approche du plein-emploi au lieu de créer de nouvelles niches fiscales, comme cela fut fait en 1999. Mais pour que ce principe élémentaire de politique macroéconomique puisse être appliqué, il faut faire définitivement sauter le verrou du pacte de stabilité. Ce dernier n'a aucun fondement théorique. La fin du pacte n'épuiserait pas pour autant le débat sur l'affectation des ressources levées par l'emprunt. La dette publique fiance notamment le paquet fiscal, dont l'inutilité macroéconomique et l'injustice sociale sont désormais criantes. Les ressources drainées vers la Société de prises de participations publiques ne doivent pas servir à socialiser les pertes pour privatiser dans quelques temps les profits des banquiers aventureux. Un audit de la privatisation du système bancaire doit être établi. La réflexion sur la constitution d'un pôle public financier stable et de taille critique suffisante pour financer les investissements stratégiques dans les secteurs porteurs d'avenir s'impose. Aujourd'hui, ce pôle réduit aujourd'hui à la Caisse des Dépôts et Consignations et à la Banque Postale<sup>1</sup>. La première dotée de 30 milliards de capitalisation, trouvera rapidement ses limites en matière de fonds propres pour intervenir. La deuxième, qui lève une grande partie de l'épargne populaire pour la drainer vers la première, est en voie de privatisation.

## Causes réelles des crises financières

Les crises financières ont néanmoins une origine réelle. En 1929, la déconnection entre la bulle financière et le ralentissement économique dans la sphère réelle (repérable par la chute du nombre de véhicules produits) est la cause essentielle du krach. En 2007-2008, la crise ne provient pas uniquement de la prolifération de produits dérivés toxiques. Elles relèvent de l'épuisement d'un modèle économique et social qui creuse les inégalités de revenu. La stagnation du revenu médian et la hausse du revenu moyen de 3% signifie que les classes à hauts revenus ont bénéficié de la croissance des années 2002-2006. Compte tenu de la stagnation du revenu des classes moyennes et modestes et du faible taux d'épargne, la croissance de la période récente ne pouvait être tirée que par la montée de l'endettement,

---

<sup>1</sup> il reste aussi OSEO, la banque de développement des PME, Petrofinance du groupe GDF, en voie de privatisation, et Vegafinance du groupe Eulia, résultant du rapprochement en 2001 des activités concurrentielles de la CDC et de la caisse d'épargne.

A savoir : Le Général DE Gaulle avait nationalisé la Banque de France les quatre principales banques de dépôt le 2 décembre 1945. Hormis les banques mutualistes (Crédit mutuel, Crédit Agricole, Banques Populaires, le système bancaire a été intégralement nationalisé en 1981. Une première vague de privatisation (Paribas et Suez) s'est réalisée en 1987. La deuxième a été faite en 1993. Elles s'appuient sur des noyaux durs constitués principalement par des sociétés d'assurance, qui seront elles mêmes privatisées. Une troisième vague concernera ensuite des établissements plus fragiles et donc plus faciles à privatiser.

alimenté par le crédit hypothécaire, lui-même nourri par la machinerie financière aboutissant à en titriser les créances immobilières pour les vendre aux acteurs financiers du monde entier.

En Europe, les clones du modèle américain que sont l'Espagne et l'Irlande sont victimes des mêmes symptômes. La France souffre tout autant de la modération salariale. Pour autant, la situation française se distingue de la situation américaine par un endettement encore relativement faible des ménages. Les conjonctures européenne et française se sont dégradées bien avant que les effets de la crise américaine ne traverse l'Atlantique (la contraction du crédit ne date n'est vraiment avérée que depuis septembre) pour des raisons intrinsèques : excès d'épargne (celle-ci alimentant les bulles financières et immobilières), panne d'investissement et de compétitivité des entreprises, crise du pouvoir d'achat, euro surévalué, effets pervers des réformes structurelles qui ont cassé la demande européenne. Ces causes sont inhérentes à la norme de répartition des revenus recherchée par les acteurs financiers du capitalisme actionnarial (modération salariale, forte part des bénéfices distribués sous forme de dividendes<sup>2</sup>). La situation de l'Allemagne où le recul au trimestre dernier de -0,6% est plus net que la baisse de -0,2 pour la moyenne européenne, est devenue préoccupante. En amenuisant les recettes des entreprises et donc les intérêts et dividendes perçus par les acteurs financiers, la récession pourrait amplifier la crise financière.

Le libre-échange n'est pas étranger à la pression exercée à la baisse sur les salaires. Cet effet s'ajoute au phénomène des délocalisations en direction des pays à bas coûts salariaux en zone dollar. Si le marché financier est parfaitement mondialisé, le monde économique réel est partagé en trois zones relativement fermées où prévalent des cohérences industrielles, commerciales et sociales qui sont menacées par la pression exercée par le libre échange. Le débat sur le protectionnisme, notamment porté par Obama pendant la campagne est particulièrement pertinent. La préférence communautaire doit permettre le redressement de la part des salaires dans la valeur ajoutée. La modération salariale s'avère désormais dommageable sur le plan macroéconomique, de surcroît si elle aboutit à développer l'endettement privé à l'américaine, comme en témoignent les difficultés subies par l'Irlande, l'Angleterre et l'Espagne.

## Conclusion

La crise de 1929 s'était soldée, après-guerre par la naissance du compromis de 1945, déjà en germe dans la politique du New Deal, menée à partir de 1933 par Franklin Roosevelt. Dans sa variante française, ce compromis s'organisait autour de la réglementation bancaire, la constitution d'un système bancaire quasi-administré finançant la politique industrielle, la négociation collective, la création d'une protection sociale obligatoire. Les accords de Bretton Woods scellaient ensuite le nouveau système monétaire international, centré sur l'hégémonie du dollar. C'est un nouveau compromis social, à l'échelle (et un compromis monétaire et réglementaire entre les trois zones) des trois principales zones monétaires (euro, dollar, yen), qui s'avère aujourd'hui nécessaire. La re-réglementation du marché financier doit se faire à l'échelle internationale. Elle doit notamment interdire la titrisation. A plus long terme, un pas en avant vers une Europe Fédérale doit être amorcé. Un budget fédéral, doté d'une personnalité juridique lui permettant de se financer par l'emprunt, comme aux Etats-Unis, est plus que jamais nécessaire. Dans l'immédiat, la gauche pourrait proposer :

- *La création d'une agence de notation publique européenne*, complétant la réforme des normes comptables, nécessaire face à la défaillance des trois agences privatisées américaines et aux limites des normes comptables anglo-saxonnes.
- *De développer l'Etat-Stratège* : Le retour de l'intervention de l'Etat ne doit pas se cantonner à socialiser les pertes, en recapitalisant les acteurs financiers qui ont flambé en bourse l'argent des épargnants, pour privatiser ensuite le bien public. Les marchés financiers livrés à eux-mêmes se sont trompés. Il faut que la recapitalisation du système financier soit l'occasion de définir le périmètre d'un pôle public financier stable et solide. Celui-ci doit être mis au service de la politique industrielle, dans le cadre d'un développement durable.
- *Une réforme ambitieuse de l'impôt sur le revenu*, pour éviter que le financement du plan de sauvetage ne pèse sur les revenus moyens et modestes qui subissent de plein fouet la crise du pouvoir d'achat. Le bouclier fiscal doit être levé. Il faut créer un grand impôt universel et progressif sur le revenu en fusionnant l'IR et la CSG.
- *La suppression définitive du pacte de stabilité*. Le pacte de stabilité a d'ores et déjà été suspendu par l'Eurogroupe pour permettre aux Etats-membres d'emprunter pour financer leurs plans de sauvetage du système financier. Il doit être enterré pour ne pas devenir l'alibi de la réduction du périmètre des services publics. Les Etats doivent pouvoir utiliser la politique publique face à la récession (et consacrer les excédents au désendettement en période de plein-emploi).
- Les marges de manœuvres ainsi libérées doivent être consacrées à un véritable *plan de relance*, à côté de la recapitalisation des acteurs financiers. Ce plan doit soutenir l'investissement, l'innovation la recherche, la

---

<sup>2</sup> La part des bénéfices des sociétés non financières distribuée sous forme de dividendes en France était de 25% en 1970. Elle est désormais de 65%).

santé et l'éducation. Il doit s'accompagner d'une réforme de l'impôt sur les sociétés, autour du principe de progressivité et de modulation selon l'usage fait des bénéfices, pour stimuler l'investissement des PME.

- Une véritable conférence salariale pour *organiser l'indexation des salaires sur les gains de productivité et l'inflation* dans toute l'économie afin d'enrayer la montée de l'endettement des ménages à revenus moyens et modestes dont les conséquences s'avèrent dommageables dans d'autres pays ayant importé le modèle de développement anglo-saxon.