

problèmes économiques

Problèmes économiques invite les spécialistes à faire le point

NOVEMBRE 2012 NUMÉRO 2

HORS-SÉRIE

comprendre

LES CRISES ÉCONOMIQUES

DOM : 7,10 € - MAROC : 76 MAD - TUN 11 DT - CFA 4500

M 01975 - 2 H - F : 6,80 € - RD



LA LIBRAIRIE DU CITOYEN



droit

international

économie

administration

concours

politique

culture

Europe

- *Toutes les publications de la Documentation française et des Journaux officiels*
- *Un vaste choix d'ouvrages d'autres éditeurs*

29 quai Voltaire Paris 7^e
tél : 01 40 15 71 10
du lundi au vendredi : 9h - 18h
le jeudi : 9h - 19h
(en août : 9h - 17h)

Accès : métro : Rue du Bac, Palais
Royal, Tuileries
RER : ligne C - Musée d'Orsay
Bus : 24, 27, 39, 68, 69, 95

www.ladocumentationfrancaise.fr

Les éditions des
JOURNAUX OFFICIELS

 **La**
documentation
Française 



Premier ministre

Direction
de l'information
légale
et administrative

D'UNE CRISE À L'AUTRE

**Direction de l'information
légale et administrative**

26, rue Desaix
75015 Paris

Rédaction

Olivia Montel-Dumont

Édition

Julie Wargon

Promotion

Isabelle Parveaux

Secrétariat

Marie-France Raffiani

29, quai Voltaire
75344 Paris cedex 07
Tél. : 01 40 15 70 00

pe@ladocumentationfrancaise.fr
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/problemes-economiques/index.shtml>

Abonnez-vous à la newsletter

Avertissement

Les opinions exprimées
dans les articles reproduits
n'engagent que les auteurs

Crédit photo :

© Direction de l'information légale
et administrative, Paris, 2010

Conception graphique

Célia Petry
Nicolas Bessemoulin

En vente en kiosque et en librairie
(Adresses accessibles en ligne)

Surprenante par sa brutalité et par son ampleur, la Grande Récession a fait ressurgir le spectre des crises économiques profondes, que l'on pensait éradiqué des économies occidentales depuis les années 1930. Déclenchée par l'explosion de la bulle des *subprimes*, prolongée par les tensions sur les dettes souveraines en Europe, cette crise invite à reconsidérer celles du passé. Des bulbes de tulipes hollandaises au krach des nouvelles technologies, en passant par la Grande Dépression ou les turbulences financières des pays émergents, doit-on conclure que le capitalisme est soumis à des aléas cycliques inéluctables ? Où s'agit-il d'erreurs récurrentes de politique économique qui pourraient être évitées ?

Analysant les crises financières, les économistes américains Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff rappellent que chaque épisode n'est pas si « différent » du précédent (*Cette fois-ci c'est différent ! Huit siècles de folie financière*), les mêmes mécanismes – aveuglement au risque, excès d'investissement dans un secteur, correction brutale des anticipations – se retrouvant derrière chaque scénario apparemment nouveau. D'autres mettent au contraire l'accent sur la diversité des crises : l'école régulationniste montre qu'au-delà de traits communs, elles changent selon le régime socio-économique et le contexte institutionnel dans lequel elles s'inscrivent. Les crises de sous-production liées aux guerres et aux aléas climatiques ont ainsi disparu avec l'émergence du capitalisme au profit des crises industrielles de surproduction. Et si le compromis institutionnel fordiste des Trente Glorieuses s'est accompagné d'un reflux voire d'une disparition des grandes crises, le capitalisme financier en plein essor depuis les années 1980 a signé le retour d'une instabilité que l'on croyait propre aux systèmes financiers « immatures » des pays émergents.

Cette variabilité des crises explique-t-elle les difficultés des économistes et des pouvoirs publics à les anticiper ? L'examen des grandes crises du XX^e et du XXI^e siècle montre combien, d'une à l'autre, les politiques publiques et l'analyse économique sont mis à l'épreuve. Ainsi, alors que le marasme des années 1930 avait précipité la « révolution keynésienne », la stagflation des années 1970 a au contraire convaincu du caractère perturbateur des politiques de régulation conjoncturelle. La crise récente, parce qu'elle met à jour les défauts de la mondialisation financière, a plutôt enclenché un mouvement de re-régulation de la finance et de réflexion sur le modèle de croissance néolibéral prédominant depuis trois décennies. Au gré des revirements théoriques et pratiques, une chose semble néanmoins acquise : que ce soit au cours de la crise japonaise des années 1990 ou après la chute de Lehman Brothers à l'automne 2008, les gouvernements comme les banques centrales ont apporté un soutien massif à l'économie, soucieux de ne pas reproduire les erreurs des années 1930.

Olivia Montel-Dumont



COMPRENDRE LES CRISES ÉCONOMIQUES

La diversité des crises économiques

P. 5 Une histoire des crises (*Vincent Duchaussoy*)

P. 12 Comment les théories économiques expliquent-elles les crises ?
(*Robert Boyer*)

P. 24 Les pouvoirs publics face aux crises : prévenir et/ou guérir ?
(*Sophie Brana*)

P. 33 Crises et systèmes financiers (*Dominique Plihon*)

Les grandes crises du XX^e siècle

P. 39 Les controverses autour de la Grande Dépression
(*Pierre Bezbakh*)



P. 49 La crise des années 1970 : une crise atypique ?
(*Michel-Pierre Chélini*)

P. 60 Une brève histoire des crises financières dans les pays émergents (*Christophe Destais*)

P. 69 Le Japon des années 1990, laboratoire des crises
(*Evelyne Dourille-Feer*)

P. 77 La bulle internet (*Yves Jégourel*)

La Grande Récession

P. 83 Les mécanismes de la Grande Récession
(*Nicolas Couderc, Olivia Montel-Dumont*)

P. 93 Le monde face à la crise : comparaisons internationales
(*Xavier Timbeau*)

P. 101 Les gouvernements et les banques centrales face à la Grande Récession (*Jérôme Creel*)

P. 108 L'Europe face à la crise des dettes souveraines (*Franck Lirzin*)

P. 115 Quelle économie mondiale après la crise ? (*Cécile Bastidon Gilles*)

Récurrentes depuis la révolution industrielle, les crises correspondent à un retournement de la conjoncture économique permettant la correction des excès de la phase d'expansion. La plupart d'entre elles ont une origine boursière, bancaire ou monétaire. Vincent Duchaussoy passe en revue les crises qui ont jalonné l'histoire économique des pays industrialisés depuis le XIX^e siècle. Parmi elles, celle des années 1930, du fait de son ampleur, mais aussi parce qu'elle combine de multiples facteurs et aspects des crises, est devenue une référence à laquelle les autres crises sont systématiquement comparées.

Problèmes **économiques**

Une histoire des crises

© **VINCENT DUCHAUSSOY**

Université de Rouen

Mission historique de la Banque de France

Emprunté au vocabulaire médical, le terme de « crise » désigne un dysfonctionnement du système économique. Ses symptômes sont connus : baisse soudaine de l'activité, forts mouvements de prix à la hausse ou à la baisse, augmentation du chômage. L'origine du terme est pourtant paradoxale si l'on considère son acception actuelle. Dans la médecine hippocratique, en effet, la crise désigne la phase de la guérison/rémission. Ainsi, une maladie incurable ne parvient jamais jusqu'au stade de la crise, celle-ci étant non le symptôme mais à la fois le mal et son antidote. L'économie rejoint ici la médecine. Au début du XIX^e siècle, en effet, la constatation des premières crises de surproduction et de sous-consommation impulse les débats théoriques. Parallèlement, le caractère récurrent, suivant un rythme décennal, de la survenue de ces crises, invite les différents penseurs à fonder une analyse cyclique de l'économie.

Aux cycles longs décelés par Nicolas Kondratieff se greffent des cycles courts, appelés cycles des affaires et mis au jour par Clément Juglar. La crise est alors considérée comme un moment du cycle, un point de retournement qui permettrait à la fois la correction du déséquilibre et l'assainissement du système. L'explication de la crise résiderait dans la phase d'expansion qui a précédé la rupture.

De façon plus générale – et plus contemporaine – la crise correspond donc à une rupture, à un retournement brutal de la conjoncture économique brisant une phase d'expansion. À l'image d'un krach boursier par exemple, la crise est donc le court moment où tout bascule. Néanmoins, le mot crise a pris aujourd'hui une signification plus large, puisqu'il désigne la phase de dépression ou de récession elle-même. Toutefois, les avis divergent lorsqu'il s'agit de caractériser ce basculement, cette entrée en crise, afin d'explicitier les facteurs déclencheurs de la crise. Pour les marxistes, la crise est liée à une contradiction majeure du capitalisme. En procédant au remplacement des travailleurs par des machines, les capitalistes engendrent une baisse tendancielle du taux de profit, la

force de travail humaine étant la seule source créatrice de richesses. Pour les libéraux, une crise générale ne peut survenir si les principes de la libre concurrence sont respectés ; les crises sont alors dues à des rigidités qui empêchent le marché de fonctionner de manière optimale et qu'il faut supprimer. Pour les keynésiens, enfin, les crises sont liées à une situation de sous-emploi, c'est-à-dire d'une insuffisance de la demande effective caractérisée par une baisse de la part de la consommation dans le revenu national. La crise survient lorsque cette situation n'est pas compensée par des investissements suffisants, faisant entrer le rôle de l'État dans la gestion de la crise. Si les théories des crises sont diverses, c'est que la notion de crise est consubstantielle de l'existence d'un marché, en tant qu'institution allocatrice de ressources. Les crises ne surviennent pas pour autant selon un processus immuable et uniforme. Bien au contraire, l'histoire nous livre une multitude d'exemples mettant en relief une typologie variée des crises économiques.

Différents types de crise

Considérée par certains historiens comme la première crise financière moderne, la crise des Tulipes de février 1637 est une bulle spéculative économique et financière qui frappa le marché à terme. Après plusieurs années de spéculation sur le cours des bulbes de tulipes aux Pays-Bas, de nombreux spéculateurs furent ruinés suite à l'effondrement brutal des prix. Un peu moins d'un siècle plus tard, deux autres bulles spéculatives éclatèrent en France et en Angleterre ; elles concernèrent toutes deux les titres de compagnies exploitant des ressources du Nouveau Monde, la Compagnie des mers du Sud et la Compagnie du Mississippi.

Les crises bancaires

De nombreuses crises, notamment au cours du XIX^e siècle, eurent une origine bancaire. Ce fut le cas de la crise de 1819, symbolique

car elle fut la première crise financière de grande ampleur aux États-Unis marquant la fin d'une période d'expansion qui avait suivi la guerre anglo-américaine (juin 1812-février 1815). Le financement de celle-ci avait déjà largement asséché les réserves bancaires et même conduit à une suspension des paiements en espèces en 1814. Il en découla une inflation des émissions monétaires privées, investies dans des placements financiers spéculatifs. La Second Bank of the United States, créée en 1816, engagea alors une politique restrictive qui provoqua une vague de faillites et une profonde récession touchant particulièrement les secteurs de l'agriculture et de l'industrie. Toujours aux États-Unis, d'autres crises bancaires nourrirent l'histoire des crises à l'image de la Panique des banquiers de 1907, lorsque partie de New York, la crise se propagea à tout le pays et provoqua l'effondrement du marché boursier. Celui-ci perdit près de 50 % de la valeur maximale atteinte l'année précédente. C'est cette panique de 1907 qui poussa le Congrès américain à élaborer un nouveau projet de banque centrale qui donna naissance en 1913 à la Réserve Fédérale. Enfin, en 1966, après plusieurs années de forte croissance, les banques américaines se retrouvèrent à court de réserves à la suite de la politique restrictive déflationniste menée par la Réserve fédérale. Dès lors, la crise se traduisit notamment par une hausse des taux d'intérêt qui provoqua un ralentissement conséquent de l'activité économique.

Les crises déclenchées par un krach

À de nombreuses reprises, les crises bancaires furent provoquées par un krach, c'est-à-dire un effondrement brutal de la valorisation d'une classe d'actifs. D'étymologie allemande, le terme de krach est né en 1873 à la suite de la chute des bourses de Vienne et de Berlin, après une spéculation immobilière qui se retourna totalement à la suite de l'Exposition universelle, qui s'était avérée décevante. Portée par les spéculations du Baron Haussmann, Paris fut, avec Berlin,

la plus touchée par les conséquences de ce krach viennois. Quelques mois plus tôt, la France avait déjà été impactée par le krach de l'Union générale. Sanctionnant un développement fulgurant de quatre ans de la banque fondé sur des investissements hasardeux, le cours de ses titres s'effondra, ce qui provoqua une crise boursière et bancaire de grande ampleur, essentiellement circonscrite à la France.

Les crises provoquées par une hausse de taux d'intérêt

Au XX^e siècle, plusieurs crises eurent pour cause une hausse brutale ou un niveau élevé de taux d'intérêt. La plus célèbre est l'hyperinflation allemande aux lendemains de la Première Guerre mondiale, qui atteignit son apogée en novembre 1923. Le montant colossal des réparations de guerres dues par l'Allemagne à la France à la suite de la paix de Versailles en fut la première cause, la France occupant par ailleurs la Ruhr, première région industrielle du pays, à titre de gage. En quelques mois, les prix flambèrent et le cours du mark se délitait, si bien qu'il fallut bientôt des milliards pour acquérir le moindre bien et des brouettes pour transporter les billets. D'une ampleur considérable, la crise monétaire se doubla d'une agitation politique intérieure menant notamment à l'échec du « putsch de la brasserie » d'Hitler à Munich. Plus récemment, en janvier 1987, les taux d'intérêt américains à long terme remontèrent considérablement, à la suite des accords du Louvre¹ qui avaient déstabilisé le marché des changes en mettant un frein à la baisse du dollar. En octobre, la hausse des taux à dix ans atteignit brièvement 400 points de base en variation annuelle et provoqua en une journée un krach spectaculaire. Afin d'éviter la faillite en chaîne de maisons de titres et de banques d'investissements, la Réserve fédérale intervint massivement comme prêteur en dernier ressort. La banque centrale parvint ainsi à stopper le risque systémique.

^[1] Accord sur les taux de change signé par les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et le Canada (l'Italie, dernier membre du G7, n'a pas signé l'accord final).

Les crises à risque systémique

La notion de risque systémique induit un changement d'échelle dans l'analyse des enjeux liés à la crise. Cela signifie une probabilité non négligeable de contagion de la crise à l'ensemble du système financier ; le risque systémique est donc d'autant plus présent que l'économie et la finance sont globalisés et les marchés interdépendants. On peut dater la prise de conscience du risque systémique sur des marchés financiers modernes de la faillite de la banque allemande Herstatt. En effet, les autorités allemandes ordonnèrent le 26 juin 1974 la cessation des activités de la banque Herstatt pour la fin de la journée. À cause du décalage horaire, les opérations de change de la banque en dollars n'avaient pas encore été enregistrées. Ainsi, les contreparties de la banque sur les marchés des changes possédaient des créances sans garanties. Le système des paiements interbancaires de New York en fut paralysé pendant plusieurs jours. Le dépôt de bilan de la banque mit ainsi en évidence l'existence d'un risque systémique sur le marché des changes, accru par le développement de ce marché depuis la fin du système de Bretton-Woods, et donna lieu à une série de mesures de sécurisation des opérations interbancaires. De nature différente, ces crises ont jalonné l'histoire économique contemporaine. Bien souvent en raison des conséquences politiques et sociales qu'elles ont engendrées, certaines crises ont marqué l'histoire d'un éclat particulier.

Aux XIX^e et XX^e siècles : des crises emblématiques

La crise de 1846-1848

Marqué par l'industrialisation de l'économie, le XIX^e siècle est rythmé par des cycles économiques réguliers, caractérisés par de fortes oscillations. Entre 1846 et 1848, une crise majeure frappa les deux principales économies européennes, l'Angleterre et la

France, et par ricochet le continent européen dans son entier. En premier lieu, une crise agricole engendra une importante pénurie qui provoqua une hausse rapide des prix. Celle-ci impacta fortement le pouvoir d'achat des ouvriers, dont les dépenses alimentaires composaient une large part du budget. Cette crise agricole se doubla d'une crise spéculative qui concerna particulièrement le secteur des chemins de fer. La sous-estimation des coûts liés aux travaux ferroviaires avaient fait monter les actions des principales compagnies à des cours surévalués. De nouveaux appels à financement provoquèrent une crise de confiance sur ce marché qui se solda par une restriction des financements et donc une forte baisse de l'activité de ces mêmes compagnies, qui se virent contraintes de licencier une partie de leur personnel. Cette vague provoqua à nouveau une baisse du pouvoir d'achat de la classe ouvrière, déjà sévèrement touchée par la crise agricole. Cette double crise ne fut pas étrangère aux soubresauts politiques qui menèrent à la Révolution de 1848 en France et au « printemps des peuples » européens. Dans un rapport causal inversé, ces mouvements révolutionnaires provoquèrent eux aussi une panique boursière qui entraîna une nouvelle vague de faillites.

La crise des années 1880-1890

Les deux dernières décennies du XIX^e siècle furent, elles, marquées par une succession de crises, dont l'ampleur demeura toutefois très inégale. Dans leur très large majorité, elles eurent pour point commun de concerner le secteur des chemins de fer, véritable moteur de l'économie de la période. En effet, celui-ci concernait non seulement la production de locomotives et de wagons, la construction de voies ferrées et de gares, mais également la production de dérivés de matières premières telles que le charbon ou l'acier. Afin de sortir de ce cycle de crise, le capitalisme se restructura. Des regroupements de grandes compagnies et la création de grands groupes industriels mirent fin à la tension

concurrentielle sur les prix qui avait marqué la période précédente. De nombreuses innovations technologiques dans le domaine des produits pétroliers, de la chimie ou de l'acier générèrent l'investissement et dopèrent l'activité. Parallèlement, à la suite de longs conflits sociaux menés par une classe ouvrière organisée, la hausse des salaires permit une hausse de la consommation.

La crise de 1929

La crise qui a le plus marqué le XX^e siècle fut incontestablement la crise de 1929 et des années 1930, restée gravée dans la mémoire collective et associée au terme même de « crise ». La crise de 1929 fut d'abord une crise boursière faisant suite au krach de la bourse de New York du « jeudi noir » 24 octobre. En cinq jours, près de trente millions de titres furent vendus. L'effondrement fut spectaculaire. Ainsi, le Dow Jones vit son indice divisé par deux en moins de deux jours, puis par dix en moins de deux ans. L'effondrement général fut provoqué par un mouvement de panique ayant conduit les gros porteurs de titres, devant la baisse de la rentabilité de ces derniers, à revendre en masse avant la baisse anticipée. La crise provoqua de nombreuses faillites bancaires, qui engendrèrent une sévère contraction des crédits à l'économie. Par anticipation, la consommation des ménages diminua, ce qui provoqua une baisse de la demande, des prix et des profits des entreprises. Conséquemment, l'investissement diminua et le chômage augmenta considérablement. On compta ainsi près de treize millions de chômeurs aux États-Unis, six millions en Allemagne ou encore quatre millions en Grande-Bretagne. Si l'on estime que la production industrielle fut divisée par deux aux États-Unis entre 1929 et 1932, les conséquences de la crise se diffusèrent très rapidement et touchèrent principalement l'Europe, fortement touchée par la contribution du commerce international et le rapatriement hâtif des capitaux américains. C'est ce déferlement des conséquences de la crise au niveau mondial, jusqu'à en faire une des

^[2] Sur la crise des années 1930, voir dans ce même numéro l'article de Pierre Bezbakh, p. 39 à 48.

causes majeures de la montée des fascismes et du déclenchement de la Seconde Guerre mondiale, qui ancrera profondément la crise des années 1930 dans l'imaginaire collectif et en fera un mythe².

La crise des crises

La crise de 1929 présente un caractère exceptionnel car elle est un condensé de crises, en ce sens qu'elle réunit un ensemble de facteurs que l'on ne retrouve qu'isolément à d'autres périodes. 1929 est donc une combinaison de différentes formes de crises. Une crise bancaire tout d'abord, qui remonte à la Panique des banquiers de 1907 et dont Friedman et d'autres font le cœur, l'élément principal de cette crise de 1929. Mais d'autres travaux ont montré l'importance d'autres facteurs. Une crise financière, bien entendu, qui se manifeste par le célèbre krach du jeudi noir, mais surtout une très forte tension internationale qui marque la période de l'entre-deux-guerres. Bien évidemment, l'histoire nous livre bien d'autres exemples de tensions internationales, mais celles-ci ne sont pas nécessairement liées à une crise bancaire et financière comme ce fut le cas en 1929. Dès après la Seconde Guerre mondiale et pendant les premières années de la Guerre froide par exemple, les relations internationales sont caractérisées par une bipolarisation qui n'épargne aucun des acteurs majeurs de la scène internationale. Mais les enjeux sont bien plus politiques et militaires qu'économiques ou financiers, notamment parce que le système économique en vigueur en URSS écarte le risque de l'émergence d'une crise boursière.

À l'orée des années 1930, les foyers de tensions sont multiples et se totalisent en un seul événement. C'est ce qui fait de cette crise un élément unique, et donc un étalon dans la perception même que nous avons des crises. La crise de 1929 est ainsi devenue une référence, un étalon des crises modernes. À chaque fois que se profile le risque d'une crise économique et financière de caractère

international, celle des années 1930 fait office de jauge, de référence et à la fois de crainte car elle représente l'instabilité intrinsèque au système et les conséquences désastreuses que peuvent revêtir la révélation de son déséquilibre.

À cet égard, la crise que nous vivons depuis la fin des années 2000 présente un certain nombre de points communs avec la crise de 1929, bien qu'elle ait suivi un déroulement qui lui est propre. Ainsi, comme en 1929, la crise débuta par l'éclatement d'une bulle, cette fois localisée dans le secteur de l'immobilier : ce fut la crise des « *subprimes* » qui éclata à l'été 2007. L'éclatement de cette bulle entraîna une chute des cours généralisée sur les marchés financiers qui fragilisa de nombreux établissements bancaires, l'exemple le plus marquant étant à ce titre la fulgurante faillite de Lehmann Brothers. Inquiètes, les banques cessèrent de se prêter entre elles et réduisirent drastiquement leur offre de crédit aux entreprises comme aux particuliers. La raréfaction du crédit se déplaça ainsi vers l'économie réelle. Cependant, l'effondrement total du système a jusqu'à présent pu être évité, majoritairement grâce à l'intervention de deux acteurs. D'une part les banques centrales, qui grâce à leurs interventions massives ont irrigué en liquidités le circuit bancaire en Europe et aux États-Unis. D'autre part l'intervention des États qui, en Europe et aux États-Unis mais également en Chine, ont par des plans de relance tenté de redynamiser l'investissement productif, bien que cette volonté se soit parfois heurtée à la nécessité d'assainissement des comptes publics et de résorption du risque représenté par l'explosion des dettes souveraines. Néanmoins, les développements récents semblent porter le retour en grâce du rôle des États-nations dans la régulation mondiale de l'économie, alors que ce modèle semblait en voie d'essoufflement. C'est un autre point commun avec la crise de 1929, qui avait vu les États reprendre la main (New Deal aux États-Unis), bien que certains l'aient fait en optant pour des solutions plus radicales, avec l'émergence

de systèmes autoritaires et une militarisation de la société, à l'image du Japon, de l'Italie ou de l'Allemagne.

Ainsi étudiées à travers l'histoire, les crises offrent une typologie diverse et se révèlent uniques dans leur déclenchement comme dans leurs conséquences sur le système économique, politique et social, bien que des facteurs communs permettent d'effectuer des rapprochements. Au demeurant, les crises évoquées dans cet article, si elles ont parfois abouti à des transformations importantes du système, ne l'ont pas fondamentalement remis en cause. Dans un passé plus lointain, des crises économiques se doublèrent d'une crise sociale et politique qui aboutirent à un changement de société. Ce fut le cas,

pour n'évoquer ici qu'un seul exemple, de la crise monétaire qui secoua Rome au début du III^e siècle et qui, malgré la tentative de redressement opérée par Constantin, engendra la division de l'Empire puis sa disparition en Occident sous le joug des invasions barbares. Au regard de ce temps long, les bouleversements nés des crises qui se sont succédé depuis le XIX^e siècle marquent certes des ruptures parfois profondes mais aboutissent toujours à la recherche d'une solution permettant la préservation du système. C'est finalement le sens hippocratique du terme de crise qui prévaudrait donc dans nos sociétés contemporaines ; la crise comme moyen de corriger les déséquilibres du système et, *in fine*, de le préserver.

ZOOM

LES PRINCIPALES CRISES DES XIX^e ET XX^e SIÈCLES

- 1819 : Première crise financière de grande ampleur aux États-Unis ; marque la fin de l'expansion qui avait suivi la Guerre de 1812. Elle provoqua de nombreuses faillites et une récession agricole et industrielle profonde.
- 1847 : Krach qui frappa l'Angleterre et la France à la suite d'une valorisation excessive du cours des compagnies de chemins de fer. Il révéla une crise du crédit et provoqua une panique bancaire aboutissant à de nombreuses faillites de banques.
- 1873 : Crise bancaire due à une spéculation immobilière qui provoqua un krach à Vienne et dont les répercussions touchèrent particulièrement les places de Berlin et de Paris.
- 1882 : Krach de l'Union générale. Crise boursière et bancaire de grande ampleur principalement en France suite à la faillite de cette jeune banque, due à une politique hasardeuse de placements.
- 1907 : Panique des banquiers. Effondrement brutal du marché financier américain suite à une crise de confiance, provoquant de nombreuses faillites d'entreprises et de banques.
- 1923 : Hyperinflation allemande, due notamment au caractère exorbitant des réparations de guerre exigées par la France.
- 1929 : Krach à la Bourse de New York le jeudi 24 octobre 1929, entraînant une crise bancaire et précipitant les États-Unis, puis l'Europe, dans la Grande Dépression.
- 1971 : Suspension unilatérale de la convertibilité-or du dollar mettant fin aux accords de Bretton-Woods et créant une instabilité sur le marché des changes.
- 1982 : Crise de la dette des pays en développement. Mit en évidence les insuffisances de l'intermédiation bancaire et encouragea le développement du recours aux marchés financiers dans le financement des États.
- 1992-1993 : Spéculation contre les monnaies membres du Système monétaire européen (SME) en marge de l'adoption du traité de Maastricht.
- 1994 : Crise de la dette extérieure au Mexique.
- 1997 : Crise asiatique. Spéculation immobilière et boursière financées par les banques locales se heurtent à la réduction de leurs risques par les créanciers étrangers, provoquant une crise bancaire et une crise des taux de change.
- 2001 : Crise de la dette extérieure en Argentine.
- 2001 : Explosion de la bulle Internet.
- 2007 : Explosion de la bulle immobilière aux États-Unis et crise des *subprimes*.
- 2008-2009 : Grande Récession.
- 2009- : Crise des dettes souveraines dans la zone euro.

Plus ou moins graves, variées dans leurs causes et leurs manifestations, les crises jalonnent l'histoire du capitalisme. Dès la naissance de l'économie politique, au XVIII^e siècle, les économistes ont cherché à les expliquer, élaborant parfois, à l'instar de Marx, de véritables théories des crises. Toutefois, malgré certains mécanismes communs, les crises changent de forme, comme le rappelle Robert Boyer, selon le système socio-économique dans lequel elles s'inscrivent. Plus qu'une théorie générale des crises, on observe donc une succession de modèles explicatifs, périodiquement révisés par les économistes au gré des observations. Chaque nouvelle crise s'accompagne ainsi de nouveaux apports théoriques.

Problèmes **économiques**

Comment les théories économiques expliquent-elles les crises ?

Les théories économiques modernes, tout particulièrement la macroéconomie qui analyse le chômage, l'inflation et la croissance, accordaient traditionnellement une place secondaire aux crises. En effet, concentrée sur les concepts d'équilibre et de rationalité des anticipations, la profession s'intéresse au mieux aux cycles économiques. Les économistes qualifient alors de crise la phase descendante du cycle économique, en réaction à un ralentissement de la productivité, une flambée du prix international des matières premières ou encore une perte de confiance en la stabilité du système financier national. Le fait que les quatre années écoulées après l'effondrement de Lehmann Brothers n'aient pas permis le retour aux tendances antérieurement observées a renouvelé l'intérêt des économistes pour l'analyse et la théorie des crises. C'est une invitation à passer en revue les diverses théories qui se sont succédé depuis la naissance de l'économie politique et expliciter les raisons qui rendent si difficile la

© **ROBERT BOYER**

Institut des Amériques (IDA)

construction de ces théories. En un sens, les économistes sont souvent en retard par rapport aux transformations de longue période des économies, ce qui invite à une mise en parallèle de l'histoire des crises et de celle des théories économiques. La période contemporaine est à cet égard paradoxale : après avoir presque complètement disparu lors des Trente Glorieuses, les crises font leur réapparition, d'abord dans les économies périphériques puis aux États-Unis et en Europe. S'amorce ainsi une recherche foisonnante de modélisations susceptibles de rendre compte de leur succession et changement de forme. Au-delà de cette extrême diversité et de fortes oppositions en matière de recommandations de politique économique, ressort une clé de

lecture relativement simple qui permet de classer ces diverses théories.

Le statut des crises, un facteur discriminant depuis la naissance de l'économie politique

L'économie politique est contemporaine de l'émergence du capitalisme. Celui-ci change la nature des crises qui étaient antérieurement de subsistance pour les transformer en des crises de surproduction qui tendent à se répéter de façon quasi cyclique. C'est à partir de ce moment que les économistes se sont penchés sur l'origine et l'interprétation de ces crises périodiques. À grands traits, la littérature fait apparaître de grandes lignes de clivage : d'une part, les théories de la valeur travail s'opposent à celles qui mettent au premier plan une approche subjective par l'utilité, d'autre part on note une forte polarisation entre les tenants d'un marché auto-régulateur et d'autres auteurs qui insistent au contraire sur le caractère endogène du

profil cyclique de l'économie observé depuis le milieu du XIX^e siècle (tableau 1).

Si les historiens de la pensée économique s'accordent pour faire de Marx le fondateur d'une ambitieuse théorie des crises, bâtie sur le recours à la valeur travail, c'est la seconde opposition qui est la plus déterminante.

Les théories des crises filles de l'histoire économique

Si l'on conçoit la science économique comme l'analyse de l'allocation des ressources rares pour satisfaire des besoins a priori insatiables, les crises apparaissent comme des épisodes préjudiciables au cours desquels les mécanismes correspondants perdent de leur efficacité et engendrent une perte de bien-être des sociétés. Dans cette acception, les crises apparaissent comme un écart par rapport à un modèle idéal dans lequel elles ne devraient pas survenir. Pourtant lorsqu'elles se répètent, l'économiste ne peut manquer de s'interroger sur leur origine et leurs mécanismes afin de rendre compte de l'expérience

1. Une première clé de lecture de la variété des théories des crises

Appréciation d'une économie de marché \ Conceptions de la valeur	Travail	Subjective
Structurellement stable	Économie politique classique Smith, Ricardo	Économie pure de Walras Théorie des Cycles Réels Modèles Dynamiques Stochastiques d'Équilibre Général (DSGE)
Partiellement instable	Malthus, Sismondi Marx Keynes	Irving Fisher (1932) Hyman Minsky (1982) Modèle d'accélérateur financier Modèle à équilibres multiples

historique. Précisément, les avancées en matière de théorie des crises semblent répondre à l'observation d'événements qui sont autant d'anomalies par rapport au paradigme en vigueur. Une brève rétrospective historique livre un effet un double enseignement : d'une part les crises ne sont en rien exceptionnelles puisqu'elles tendent à se répéter, d'autre part, elles changent de forme, ce qui incite à une périodique révision et remise en chantier de leurs théorisations à la lumière des données de l'observation. De plus, à chaque époque, les économistes revisitent les crises du passé et en dérivent de nouvelles interprétations et théories (tableau 2).

Les crises de sous-production liées aux aléas météorologiques

Dès que des îlots d'autosubsistance sont mis en communication grâce au développement des transactions monétaires, apparaissent des crises qui tiennent à l'écart entre le potentiel productif du secteur agricole et les tendances de la démographie. Lorsque les avatars de la météorologie font chuter la production des biens vivriers, face à l'inélasticité de la demande, les prix flambent et le niveau de vie baisse : la variable d'ajustement n'est autre que la démographie puisque c'est la mortalité qui vient réajuster l'écart entre les ressources agricoles et les besoins de la population. La théorie de la population de Malthus est la représentation que se donnent les contemporains de ces événements dramatiques, même s'il n'est pas au sens strict un théoricien des crises. Il s'inscrit cependant dans la vision d'une instabilité intrinsèque de l'économie de son temps (tableau 1).

Capitalisme et crises de surproduction

Lorsque dans la première moitié du XIX^e siècle se développent le capitalisme commercial puis industriel, les crises de sous-production du XVIII^e siècle se transforment en des crises de surproduction. Elles dérivent de l'apparition d'un cycle des affaires marqué d'abord

par un emballement de la conjoncture, souvent sous l'effet de l'expansion de la monnaie et du crédit, puis par un brutal réajustement dans la phase descendante du cycle au cours de laquelle les capacités excédentaires de production s'ajustent à la demande par le jeu des faillites, de la réduction des coûts et des efforts de productivité. C'est l'observation de ces épisodes qui donne naissance aux analyses empiriques des cycles économiques, à la suite par exemple de Clément Juglar.

La théorie des crises connaît une avancée notable dans la seconde moitié du XIX^e siècle. En effet, les crises liées aux aléas météorologiques dans l'agriculture s'estompent au profit d'un cycle typiquement industriel que Karl Marx rattache à la dynamique de l'accumulation dans une économie où s'affirment aussi bien la logique marchande que l'insertion d'une partie croissante de la population active dans le salariat. Dans cette tradition théorique, ce nouveau régime socio-économique a pour propriété de manifester des tendances à l'instabilité, qui se résorbent dans la phase descendante du cycle, et les crises sont d'autant plus brutales que la phase d'expansion antérieure aurait été stimulée par l'essor du crédit et de la spéculation. Mais comme cette analyse est dérivée de l'adoption d'une théorie de la valeur travail, les économistes qui la rejettent développèrent d'autres interprétations. Dans leur majorité, ils considérèrent que des perturbations monétaires venaient périodiquement troubler l'ajustement d'une économie structurellement stable. C'est sur ce postulat que se construit à la fin du XIX^e siècle la théorie néoclassique dans la tradition Alfred Marshall et que la théorie pure de Léon Walras se propose de donner des fondements plus rigoureux à l'hypothèse de la main invisible, précédemment avancée par Adam Smith.

La Grande Dépression, crise d'un régime socio-économique ?

La période de l'entre-deux-guerres marque une rupture. En effet jusqu'à la veille de la

Première Guerre mondiale, s'étaient succédé des crises industrielles d'ampleur modérée, caractérisées par une reprise endogène de l'activité économique, une fois apurées les surcapacités observées à la fin de la phase d'expansion. À la grande surprise des économistes néoclassiques, tel Irving Fisher, l'emballement des années 1920 débouche sur une grande dépression, caractérisée par une chute cumulative de la production de 1929 à 1932, accompagnée d'une baisse du niveau

des prix et du maintien d'un fort taux de chômage. Plus que d'un cycle des affaires traditionnel, il s'agissait d'une crise structurelle du type de celles anticipées par Marx, épisode dramatique au cours duquel se joue le destin d'un régime socio-économique. À l'exception déjà mentionnée d'Irving Fisher et des économistes de Stockholm, les théoriciens néoclassiques, tels Arthur Pigou, vont interpréter la gravité de la crise comme la conséquence soit du blocage des mécanismes autorégulateurs

2. Chronologie des crises et de leur prise en compte par les théories économiques du XVIII^e siècle à la Seconde Guerre mondiale

Époque	XVIII ^e siècle	Première moitié du XIX ^e siècle	Seconde moitié du XIX ^e siècle	Entre-deux-guerres
Caractéristiques				
Régime socio-économique	Rural – Féodalisme finissant	Émergence d'un capitalisme commercial	Affirmation du capitalisme commercial	Capitalisme monopoliste et capital financier
Dynamique économique	Mue par les aléas agricoles	Atténuation de la régulation à l'ancienne	Dynamique de l'accumulation et du crédit	Concentration du capital et déséquilibres internationaux
Nature des crises	Rôle des mauvaises récoltes, des guerres	Premières crises commerciales de surproduction	Crises industrielles de surproduction	Grande Dépression, chômage durable Conflits internationaux
Théorie des crises	Insuffisance alimentaire face à la pression démographique	Premières théories du cycle industriel	Théorie marxiste Théorie monétaire du cycle	Blocage des mécanismes du marché Erreur des politiques monétaire et budgétaire
Auteurs	Malthus	Juglar	Marx	Pigou
Analyse contemporaine	« Régulation à l'ancienne » École des Annales	Période de transition des crises à l'ancienne vers les crises industrielles	Régulation concurrentielle	Crise de la production de masse sans consommation de masse

liés à la flexibilité des prix et des salaires, soit de l'impact négatif des déficits publics sur la formation de l'épargne privée et donc de l'investissement.

À chaque société son type de crise ?

Clairement, les crises économiques apparaissent comme un aiguillon dans l'actualisation et l'évolution des théories économiques, car le plus souvent elles sont des anomalies par référence au paradigme en vigueur. De plus, chaque nouvelle génération revisite le passé et tente de fournir un cadre analytique intégrant la diversité des précédentes crises. À titre d'exemple, les approches de la régulation ont cherché à confirmer l'adage de l'école historique des Annales, selon laquelle « chaque société a les crises de sa structure socio-économique ». Ainsi, les crises sont une caractéristique générique des économies monétaires mais elles changent de forme et d'origine selon le régime de socio-économique : au XVIII^e siècle opère une régulation à l'ancienne mais une régulation concurrentielle s'impose à partir de la seconde moitié du XVIII^e siècle, puis c'est le mode de développement lui-même qui entre en crise avec la dépression ouverte en 1929. Ainsi faut-il distinguer au moins trois types de crise : d'abord celles qui proviennent d'un choc défavorable venant perturber une économie domestique, ensuite « les petites crises » qui sont l'expression du mode de régulation dont la fonction est de corriger les déséquilibres récurrents de l'accumulation, enfin « les grandes crises », épisodes dramatiques au cours desquels ce sont les bases mêmes de l'économie nationale qui font problème.

L'originalité de la période contemporaine : déclin puis retour des crises et de leurs théorisations

Régulation « monopoliste » et théories keynésiennes

La période qui s'ouvre après 1945 marque une étape, tant en matière de théories économiques que de transformations de l'organisation productive et institutionnelle des économies capitalistes. Dans l'approche de la régulation, des changements sociaux et politiques majeurs impliqués par la crise des années 1930 et plus encore la Seconde Guerre mondiale, finissent par faire émerger un régime de croissance original dans lequel la production de masse est synchronisée avec la diffusion de la consommation de masse. Le mode de régulation devient monopoliste au sens où les salaires redeviennent une variable négociée plus que le vecteur de l'ajustement du marché du travail, la concentration du capital transforme le type de concurrence et les autorités publiques prennent conscience de leur rôle déterminant en vue d'éviter la répétition des enchaînements catastrophiques de l'entre-deux-guerres.

L'*aggiornamento* des théories économiques joue un rôle déterminant en légitimant et orientant ces changements. En effet, les enseignements de la *Théorie générale* de John Maynard Keynes, publiée en 1936, ont eu le temps de se diffuser et de livrer une tout autre interprétation de la Grande Dépression. Il faut abandonner la loi de Say¹ qui est au cœur des analyses néoclassiques et adopter l'hypothèse que c'est la demande effective² qui détermine le niveau de l'emploi. S'impose alors une nouvelle théorie, la macroéconomie, qui explique en particulier comment les raisonnements purement micro-économiques ont fourni une base erronée aux politiques visant à surmonter la Grande Dépression. Face à l'instabilité des anticipations qui gouvernent la décision d'investissement et

^[1] La loi de Say, appelée aussi « loi des débouchés » et formulée par l'économiste français Jean-Baptiste Say (1767-1832) stipule que toute offre crée sa propre demande, dans la mesure où les produits s'échangent contre d'autres produits. Dans cette optique, il ne peut exister de crise liée à l'insuffisance de la demande.

^[2] Dans la littérature keynésienne, la demande effective désigne la demande globale anticipée dans une économie.

la possibilité d'un chômage involontaire de masse et durable, il appartient à l'État de contrebalancer ces défauts intrinsèques à une économie de marché. L'institution puis l'essor des systèmes de couverture sociale inspirés par Beveridge ou Bismarck contribuent aussi à cette stabilisation de l'économie, tout en réduisant l'ampleur des inégalités, autant de facteurs favorables à l'épanouissement de la consommation de masse. Le cycle économique est donc maîtrisé par la politique économique au point que certains économistes anticipèrent sa disparition, grâce aux progrès des théories économiques et leur influence croissante quant à la conduite des gouvernements.

« Stagflation » et retour des interprétations néoclassiques des crises

Pourtant, cet âge d'or, au fur et à mesure qu'il s'approfondit, fait apparaître diverses tensions : l'inflation s'accélère lorsque se tendent les conflits sur la distribution de revenus en réponse à l'épuisement des gains de productivité ; l'ouverture internationale des économies réduit l'efficacité des interventions de type keynésien. Enfin et surtout, l'inflation se transmet à l'économie mondiale et précipite une flambée du prix du pétrole et autres matières premières, au point de déboucher en 1973 sur une nouvelle forme de crise, caractérisée par la chute de la production mais aussi l'accélération de l'inflation,

3. Chronologie des crises et leur prise en compte par les théories économiques : 1945-2012

Époque	L'âge d'or 1945-1967	L'âge des ruptures 1968-1989	Le retour des crises financières 1990-2012
Caractéristiques			
Régime socioéconomique	Capitalisme négocié / Économie mixte	Internationalisation	Globalisation de la production et de la finance
Dynamique économique	Synchronisation production / consommation de masse	Accumulation tirée par la compétitivité	Impulsée par les innovations productives et financières (TIC)
Nature des crises	Disparition des grandes crises	Stagflation, Déficits publics et extérieurs, Chômage durable	Récurrence de crises bancaires, de change, boursières
Théorie des crises	Cycle lié à la politique économique	Erreurs de politiques monétaire / budgétaire	Chocs négatifs de productivité / confiance Bulles spéculatives réponses à l'innovation financière
Auteurs clés de la période	Keynes / Beveridge	Friedman / Hayek	Lucas vs Minsky
Analyse contemporaine	Croissance fordiste / Régulation monopoliste	Blocage et érosion des institutions du fordisme	Croissance tirée par la finance

conjonction qualifiée de stagflation³. Ces anomalies sont interprétées comme des indices de l'inadéquation de la théorie keynésienne, en premier lieu au profit d'une interprétation monétariste : l'accélération puis la persistance de l'inflation tiennent à l'excès de création monétaire. Comme, de plus, les déficits publics se creusent du fait du ralentissement de la croissance et de l'ampleur des stabilisateurs automatiques, réapparaît l'idée que ces déficits pénaliseraient le privé donc l'investissement, la production et l'emploi... Ce qui marque un retour aux conceptions qui avaient prévalu pour interpréter le chômage de l'entre-deux-guerres. Dans la mesure où les économies industrialisées ne retrouvent pas le régime de croissance antérieur et que les déséquilibres ne font que s'aggraver, revient en force une théorie des crises comme blocage par les pouvoirs publics des ajustements spontanés du marché. Est donc venu le temps de Milton Friedman et de Friedrich Von Hayek : ils réhabilitent des théories qui postulent qu'une économie de marché pur est fondamentalement auto régulée, de sorte que l'État est le problème et le recours au marché la solution.

Dans ces conditions, les cycles et les crises que l'on observe ne peuvent provenir que de l'impact de chocs extérieurs à l'économie, affectant négativement la production et l'emploi. À partir du début des années 1990, la majorité des économistes adopte le modèle de cycle réel, proposé par Robert Lucas comme alternative à la construction keynésienne. Réexaminant la crise de 1929, ces nouveaux économistes classiques en proposent une interprétation originale : si Milton Friedman mettait en accusation la conduite d'une politique monétaire trop restrictive, pour sa part Robert Lucas et ses successeurs incriminent une brutale chute de la productivité qui rend moins attractif le salaire, donc favorise le retrait volontaire du marché de l'emploi. *Mutatis mutandis*, ce schéma explicatif est appliqué à l'éclatement de la bulle Internet puis à celui de la bulle immobilière. Sous le nom de nouvelle économie classique, la

macroéconomie se dissout en une simplification de la théorie de l'équilibre général.

La nouvelle économie classique à l'épreuve des faits

À la lumière des données de l'observation et des faits stylisés accumulés à travers l'histoire des crises, les hypothèses qui fondent cette approche sont loin être validées. Est-il fondé d'assimiler le chômage à une décision en faveur du loisir et au détriment du travail, alors que les intéressés se déclarent contraints par la pénurie d'offres d'emploi, elle-même souvent liée à une insuffisance de la demande adressée aux firmes ? Est-il réaliste de postuler que l'offre de monnaie affecte directement les agents économiques sans qu'interviennent le système bancaire et le crédit, de sorte qu'elle n'influence à moyen terme que le niveau des prix et non pas celui de l'activité ? Compte tenu de l'essor des marchés financiers, est-il pertinent de retenir une théorie macroéconomique qui n'incorpore pas leur rôle dans la formation des anticipations, les décisions d'investissement et d'emploi ?

Avec le retour des crises financières et tout particulièrement celle dite des *subprimes*, il est apparu que ces trois hypothèses hypothéquaient la compréhension des enchaînements à l'œuvre dans les économies contemporaines, dont la dynamique est très largement impulsée par l'innovation et la globalisation financière. C'est dans ce contexte qu'une fraction notable des macro-économistes a été incitée à revenir sur le modèle d'Hyman Minsky, déjà présenté, qui a pour mérite de lier étroitement secteur financier et activité réelle, à travers la succession d'emballements spéculatifs puis de crises. De la même façon, les craintes d'une répétition de la Grande Dépression des années 1930 ont réhabilité le modèle d'Irving Fisher et justifié un retour à des politiques budgétaire et monétaire particulièrement actives, du type de celle que justifiait antérieurement la macroéconomie keynésienne. Le risque de dépression est enrayé, et pourtant, les économies ne retrouvent pas leur

^[3] Sur ce point, voir dans ce même numéro l'article de Michel-Pierre Chélini, p. 49 à 59.

sentier de croissance antérieur, car c'est un régime de croissance tirée par la finance qui a remplacé celui de l'entre-deux-guerres, si l'on suit les approches de la régulation.

On mesure l'intérêt de cette mise en relation entre histoire économique et évolution de la théorie des crises. Une analyse cursive pourrait conclure que les années 2010 sont la répétition de l'entre-deux-guerres, alors que la configuration institutionnelle des économies nationales et leur interdépendance accrue à l'échelle mondiale rendent pour partie obsoletes les problématiques macroéconomiques héritées du passé.

Une succession de modèles de crises financières plus qu'une nouvelle théorie générale

La périodisation historique qui précède porte essentiellement sur les pays de vieille industrialisation, en tout premier lieu les États-Unis. Or, avec l'ouverture de la plupart des économies aux flux financiers internationaux, des crises économiques se sont succédé en Amérique latine et en Asie, avant qu'elles n'affectent les États-Unis puis l'Europe. Les économistes se sont alors attachés à rechercher les causes et la nature des enchaînements conduisant à ces crises. L'analyse empirique a révélé de notables spécificités entre les crises de la dette publique latino-américaine des années 1980 et 1990, les crises de change dans la phase de construction de l'euro, ou encore les crises bancaires et de change des pays asiatiques en 1997 (tableau 2). Se sont ainsi succédé divers modèles de crises financières.

Trois générations de crises de la globalisation financière

C'est dans les pays latino-américains qu'interviennent les crises de première génération (Krugman, 1979) : le creusement des déficits publics génère une inflation qui s'avère incompatible avec le maintien de la stabilité du taux de change, compte tenu d'une

mobilité croissante des capitaux internationaux. Les modèles correspondants font apparaître les crises comme les conséquences de l'incohérence d'une configuration institutionnelle caractérisée par un laxisme dans la gestion des finances publiques et la volonté de maintien d'un taux de change fixe, alors même que l'économie nationale est soumise à l'arbitrage des financiers internationaux qui peuvent retirer brutalement leur placement.

La deuxième génération des modèles a été élaborée pour rendre compte de la crise ouverte en 1993 au sein des pays européens qui avaient tenté de stabiliser leur taux de change. En effet, la divergence des taux d'inflation entre les pays d'Europe du Nord et du Sud appelait des politiques correctrices, mais elles étaient rendues difficiles par la persistance d'un fort taux de chômage, rendant impopulaire tout plan de stabilisation de l'inflation. La variable déterminante devenait alors la formation des anticipations des financiers. Soit les gouvernements ne parviendraient pas à obtenir le consensus nécessaire pour étendre encore le chômage et une crise du régime de change européen était inéluctable. Soit ils réussissaient à modérer l'inflation et le régime de change pourrait persister. Le caractère auto-réalisateur des anticipations légitimait la formalisation de modèles originaux dans lesquels pouvaient coexister deux équilibres, l'un favorable, l'autre marqué au contraire par un ajustement brutal c'est-à-dire une crise (Obsfeld, 1996). Dans ce cas, l'ambiguïté de la politique économique poursuivie par un gouvernement livre l'espace nécessaire au jeu des anticipations des financiers, dont les décisions décident de l'entrée ou non en crise.

La crise asiatique de 1997 témoigne d'une troisième configuration, distincte des précédentes. Elle ne fut pas détectée par les meilleurs experts car la gestion des finances publiques ne posait pas problème dans la plupart des pays asiatiques, et par ailleurs, ils ne maintenaient pas de taux de change fixe. Pourtant, la crise intervient du fait d'un afflux

4. Les crises des cinquante dernières années : le kaléidoscope des interprétations et théories

Date	Type	Interprétations / Théories
1973-1979	Stagflation due aux « chocs » pétroliers	• Un simple choc sectoriel, mal géré par les gouvernements • Chute du profit sous l'impact de la concurrence internationale et de la défense des salaires • Épuisement du régime de croissance de l'Après-guerre
1993	Réajustement des taux de change, crise du Système monétaire européen	• Doutes sur la soutenabilité de taux de change fixes face à une montée du chômage nécessaire pour maîtriser l'inflation • Incompatibilité entre la forte mobilité des capitaux et la persistance de modes de régulation nationaux hétérogènes
1994	Crise économique provoquée par la dévaluation du peso mexicain	• Incompatibilité entre le régime de change, la gestion du système financier et les finances publiques
1997	Crise asiatique	• Le brutal reflux des capitaux étrangers déstabilise le système monétaire et financier domestique
2000	Éclatement de la bulle internet et ralentissement économique	• L'excès d'optimisme quant aux perspectives ouvertes par les technologies de l'information suscite une bulle boursière.
2001	Crise financière, économique, politique et sociale argentine	Interprétations contrastées : • Conséquence d'une gestion laxiste des finances publiques • Non soutenabilité d'un taux de change fixe dans un monde instable • L'ouverture internationale tous azimuts compromet la compétitivité du secteur exportateur
2007-2008	Crise de l'immobilier et des <i>subprimes</i> aux États-Unis	Interprétations opposées : • La conséquence de la conjonction d'événements exceptionnels affectant un système économique autorégulé • Une crise systémique de l'innovation et de la globalisation financière
2010-2012	Crise des dettes publiques européennes	Un affrontement entre plusieurs visions : • Non respect des règles européennes sur les déficits publics • Effet indirect de la crise des <i>subprimes</i> • Asymétrie et divergences entre Europe du Nord et Europe du Sud • Incomplétude / incohérence des institutions européennes

massif de capitaux étrangers qui se dirigent non pas vers le secteur productif capable de générer des devises, mais vers l'immobilier et la spéculation boursière, de sorte que les déséquilibres macroéconomiques ainsi accumulés débouchent sur une double crise financière et économique. Cet épisode manifestait le caractère évolutif des crises financières et livrait une troisième génération de modèles de crise : le retard d'adaptation de la réglementation financière du système domestique entraînait en contradiction avec la pleine ouverture aux flux internationaux de capitaux ; telle fut l'interprétation qui se dégagait au sein de la profession des économistes (Krugman, 1999).

Il est cependant un facteur commun à ces trois formes de crise, puisque toutes dérivent de la sous-estimation de l'impact de la libéralisation du compte de capital sur la viabilité des régimes de croissance domestiques. À cet égard, l'effondrement de l'Argentine en 2001 marque le point culminant des crises des pays périphériques face à une globalisation financière qu'ils ne maîtrisent pas. Le meilleur élève du consensus de Washington paye les coûts considérables d'une crise tout à la fois financière, économique, politique et sociale, qui est la conséquence de l'incohérence de la configuration institutionnelle, résultat de la mise en œuvre des principes correspondants (Boyer, Neffa, 2007).

De la bulle internet à la crise des dettes souveraines dans la zone euro

Tout au long des deux dernières décennies, l'économie américaine a bénéficié d'un afflux permanent de capitaux, encore accéléré lorsqu'éclatent des crises dans le reste du monde puisqu'elle s'est spécialisée dans l'intermédiation financière mondiale. Mais cette facilité de mobilisation de l'épargne internationale pour soutenir une progression du niveau de vie plus rapide que celle que permettrait la compétitivité de l'économie américaine, a pour conséquence de susciter

la succession de bulles spéculatives, d'abord lors de l'émergence des technologies de l'information et de la communication (TIC), ensuite à travers le relâchement des conditions d'accès aux prêts immobiliers et leur titrisation. Le premier mouvement déclenche la crise de l'économie Internet en 2001, le second celle beaucoup plus grave des *subprimes* en 2008 puisqu'elle se transmet à l'ensemble de l'économie américaine puis, par le commerce et la finance, à l'économie mondiale. Ces enchaînements, conformes à ceux que décrit le modèle de Hyman Minsky et la difficulté de récupération de l'économie américaine réhabilitent les intuitions d'Irving Fisher : compte tenu de la détérioration de la structure des bilans des banques, des entreprises non financières et des ménages, la période de réajustement est de l'ordre de la décennie comme le montre la « décennie perdue » japonaise qui fit suite à l'emballement spéculatif des années 1980 (Koo, 2008).

L'ouverture de la crise de la dette publique des pays de la zone euro marque une nouvelle étape dans la nécessaire prise en compte de la complexité des mécanismes qui interagissent dans les crises contemporaines. En effet, la plupart de ceux qui ont été précédemment mis en évidence sont présents et se combinent en un écheveau dont l'intrication désarçonne les responsables politiques. Pour partie, la crise grecque rappelle certains des traits des modèles de la première génération : un laxisme de la gestion des finances publiques entre en conflit avec l'appartenance à la zone euro et l'abandon de la monnaie nationale, à une époque où les financiers internationaux peuvent arbitrer entre les diverses dettes publiques. Mais elle renvoie aussi par certains aspects à des modèles de la troisième génération, puisque l'intégration financière européenne a été plus rapide que la restructuration productive des économies nationales vers des spécialisations complémentaires, soutenant la convergence vers un même niveau de vie élevé. Cela ne saurait dissimuler le caractère idiosyncratique de cette crise : certes, elle est déclenchée par le

surcroît de dépenses publiques associées aux plans de lutte contre la diffusion de la crise des *subprimes*, mais elle s’alimente aussi de l’incomplétude, voire même de l’incohérence des institutions européennes. Faillite du système de surveillance institué par le Pacte de stabilité et de croissance, confiance excessive en une intégration par les règles sans solidarité fiscale entre États membres, erreurs de diagnostic de la Banque centrale européenne (BCE) qui a pensé que la stabilisation monétaire était suffisante pour prévenir toute crise financière, dépérissement des stratégies communautaires au profit de négociations entre États membres, ce sont autant de facteurs qui expliquent la gravité de la crise, née des doutes quant à la capacité de remboursement de sa dette publique par la Grèce. La théorie financière est aussi en question : comment expliquer que des financiers avisés aient accepté de 2002 à 2007 que le taux des obligations de la Grèce soit le même que celui des titres allemands, alors que la qualité de la gestion étatique, et plus encore les spécialisations économiques, étaient si différentes ?

On comprend dès lors que les économistes contemporains aient quelque peu abandonné l’espoir prométhéen d’une théorie générale des crises, au profit d’approches partielles et dépendant du contexte, qui se concrétisent par des modélisations *ad hoc*, au sens propre du terme c’est-à-dire adaptées au lieu et à la période considérés.

Les théories contemporaines des crises : un grand chantier

Les deux décennies qui suivirent la crise de 1929 ont été marquées par un renouvellement théorique des sciences économiques. Si l’on s’accorde pour penser que la crise ouverte en septembre 2008 est au moins aussi grave que celle de l’entre-deux-guerres, il est logique d’anticiper un *aggiornamento* équivalent. Il est hors de propos du présent article de présenter en détail les différents programmes de recherche qui sont en compétition pour produire une intelligibilité des évolutions contemporaines. On peut cependant les classer par rapport à deux critères (voir tableau 5).

5. La diversité des théories contemporaines des crises : une seconde clé de lecture

Origines des crises Nature des crises	Conséquence de chocs exogènes	Conséquences de chocs endogènes
Dichotomie entre économie réelle et sphère financière	Modèles de cycles réels (RCB)	Finance comportementale (Shiller, 1999)
	Modèles stochastiques d’équilibre général de base (DSGE)	Modèles inspirés par la physique statistique (Sornette, 2003)
Imbrication des aspects financiers et réels	Modèles de conventions financières de type keynésien	Modèles néomarxistes (Duménil, Levy, 2011)
	Modèles d’anticipations avec multiplicité d’équilibre	Actualisation des modèles post-keynésiens (Krugman, 2009)
	Modèles DSGE nouvelles générations (choc de confiance)	Modèles évolutionnistes de la nouvelle génération (Dosi, 2008)

- Le premier porte sur le caractère exogène ou au contraire endogène des crises : peut-on continuer à considérer que les économies contemporaines devraient converger vers un équilibre stationnaire en l'absence de chocs de productivité, de confiance, etc. ? Ou au contraire, faut-il admettre que le processus d'accumulation, typique d'une économie capitaliste, implique la succession de phases d'expansion puis de récession, voire de crises ?

- Une seconde distinction concerne la prise en compte ou non des relations entre la sphère financière et l'activité économique. Les crises financières sont-elles simplement le reflet de l'évolution des facteurs réels ou observe-t-on aussi un effet en retour des conventions financières sur les crises économiques ?

La revue de la succession des crises suggère que l'une des voies les plus fructueuses

est sans doute celle ouverte par des programmes de recherche dans lesquels l'économiste traiterait des interactions entre les sphères réelle et financière et formulerait des modèles suffisamment riches pour que puissent apparaître des cycles et des crises endogènes. Appartiennent à cette catégorie les modèles néo-marxistes (Duménil et Lévy, 2011), les modèles post-keynésiens qui font retour à Hyman Minsky et Irving Fisher (Krugman, 2001 ; 2009), sans oublier une nouvelle génération de modèles évolutionnistes dans lesquels se conjuguent effet des innovations sur la capacité productive et genèse de la demande effective par l'intermédiaire de l'action de l'État et l'intermédiation financière (Dosi, 2008). Ils sont *a priori* plus prometteurs que le raffinement des modèles inspirés par une approche walrassienne de la macroéconomie.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **BOYER R.** (2011), *Les financiers détruiront-ils le capitalisme ?*, Économica, Paris.

❖ **BOYER R., DEHOVE M. et PLIHON D.** (2004), *Les crises financières*, rapport du CAE n° 50, Paris, La Documentation française.

❖ **BOYER R. et NEFFA J.C.** (eds) (2007), *Salida de crisis y estrategias alternativas de desarrollo. La experiencia argentina*, Buenos Aires, Mino y Davila.

❖ **FISHER I.** (1933), « Une théorie de la déflation par la dette », traduction française et réédition dans *Revue Française d'Économie*, vol. III, n° 3, été...

❖ **KOO R.** (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley.

❖ **KRUGMAN P.** (2001), « Crises: The Next Generation? », Razin conference, *Tel Aviv University*, March 25-6. (<http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>)

❖ **KRUGMAN P.** (1999), « Balance sheets, the transfer problem and financial crises », in Isard P., Razin A. et Rose A. K., *International finance and financial crises: Essays in honor of Robert P. Flood Jr.*, Boston, Kluwer Academic, Washington, FMI.

❖ **KRUGMAN P.** (2009), « How did Economists Get It So

Wrong? », *The New York Times*, September 2nd.

❖ **LUCAS R. E.** (1983), *Studies in Business Cycle Theory*, The MIT Press, Cambridge MA, USA.

❖ **MINSKY H.** (1982), *Can it happen again? Essays on Instability and Finance*. M.E. Sharpe, New York.

❖ **REINHART C.N et ROGOFF K.** (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, 496 p.).

❖ **ROUBINI N. et MIHM S.** (2010), *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*.

Quel rôle les pouvoirs publics doivent-ils jouer face aux crises ? Si le keynésianisme, dominant de l'Après-guerre aux années 1970, défend un État interventionniste corrigeant les irrégularités de la conjoncture essentiellement par le biais de l'instrument budgétaire, les Nouveaux classiques mettent en avant l'inefficacité voire la nocivité de cette action et proposent la substitution de règles monétaires et budgétaires au pouvoir discrétionnaire des gouvernements. En pratique, les politiques de stabilisation conjoncturelle n'ont jamais été abandonnées, mais les interventions publiques pour prévenir les crises et lutter contre leurs effets ont évolué. Tout comme les gouvernements ont tiré les leçons de la crise des années 1930 et des déséquilibres des années 1970, un certain nombre d'enseignements en matière de politique économique émergent de la Grande Récession. Selon Sophie Brana, cette crise a notamment mis en évidence la nécessité d'accentuer le caractère contracyclique des politiques afin de pouvoir conserver des marges de manœuvre pour les périodes de ralentissement et de récession. Elle incite également à repenser la politique monétaire dans le sens de la prévention des crises.

Problèmes **économiques**

Les pouvoirs publics face aux crises : prévenir ou guérir ?

La stabilisation macroéconomique est une des trois fonctions de la politique budgétaire – et plus généralement économique – mise en avant par Robert Musgrave en 1959, aux côtés des fonctions d'allocation des ressources et de redistribution des revenus. Le rôle conjoncturel de la politique économique¹ a été théorisé par J.-M. Keynes dans le contexte de la Grande Dépression des années 1930. L'utilisation active des politiques conjoncturelles s'est poursuivie tout au long des Trente Glorieuses. La découverte de la relation de Phillips en 1958 a pu laisser penser que les autorités pouvaient arbitrer via leurs instruments entre les quatre objectifs du carré magique, et notamment entre le chômage et l'inflation. Les années 1960 ont

ainsi été marquées par une inflation stable, une forte croissance et le plein emploi, dans un contexte d'utilisation active de la politique budgétaire. Une autre crise, celle des années 1970, marque un changement de paradigme. Les politiques de gestion de la demande montrent leurs limites face au contexte inédit de « stagflation » provoqué par les deux chocs pétroliers. L'inflation devient le principal problème et la politique monétaire devient centrale, d'autant plus que l'abandon du régime international de changes fixes

© **SOPHIE BRANA**

Professeur à l'université Montesquieu-Bordeaux IV

^[1] Les instruments de la politique conjoncturelle sont la politique budgétaire, la politique monétaire et, dans une moindre mesure, la politique de change.

(système de Bretton-Woods) lui donne davantage d'autonomie. Les politiques publiques sont davantage orientées vers le moyen terme et les politiques de l'offre sont privilégiées. Ce changement s'appuie sur le renouveau des théories classiques et notamment sur les avancées de la Nouvelle économie classique, qui met l'accent sur les chocs d'offre, remet en cause l'efficacité des politiques conjoncturelles et suggère de les encadrer par des règles strictes. Les politiques structurelles sont encouragées, tandis que la politique conjoncturelle doit être prévisible et crédible. La période de « grande modération », des années 1990 au début des années 2000, marquée par la réduction des fluctuations de la production et des prix, semble valider ce changement de paradigme (OCDE, 2011). Elle s'est cependant accompagnée d'une instabilité financière croissante, de crises financières régulières, dont la résolution nécessite de nouveau une réaction vigoureuse des autorités publiques.

Que dit la théorie ?

L'interventionnisme keynésien : des politiques budgétaires de soutien de la demande

La politique de stabilisation conjoncturelle est basée sur l'analyse keynésienne et sur le principe du multiplicateur. La crise serait marquée par une insuffisance de la demande globale qui provoque un sous-emploi des capacités de production et l'apparition d'un chômage conjoncturel. Dans un contexte d'incertitude, la dépression peut s'auto-alimenter. La baisse des revenus pénalise la consommation et favorise l'épargne de précaution. La baisse des perspectives de débouchés alimente le pessimisme des chefs d'entreprise et freine l'investissement. La dépression s'amplifie.

Dans un tel contexte, la demande publique peut prendre le relais d'une demande privée insuffisante. L'objectif est de « réamorcer la pompe », le temps que la croissance reparte,

que les inquiétudes disparaissent, que l'optimisme des entrepreneurs revienne. La politique budgétaire consiste alors à augmenter les dépenses publiques. Outre son effet direct sur la production et la croissance, la hausse de la demande publique a également un effet indirect. Parce qu'elle permet la distribution de revenus supplémentaires, elle provoque l'augmentation de la consommation des ménages, voire la reprise de l'investissement (par un effet accélérateur). Au final, la production aura bien davantage augmenté que l'impulsion budgétaire initiale, mécanisme connu sous la dénomination d'« effet multiplicateur ».

La politique économique peut agir sur la demande globale par d'autres biais, de façon plus indirecte. Les pouvoirs publics peuvent stimuler la consommation par la politique fiscale (baisse des taxes ou des impôts). Cette politique est censée agir plus rapidement sur la demande, mais dans le cas d'une baisse des impôts, être moins efficace comme facteur de relance, une partie du revenu supplémentaire distribué aux ménages étant épargnée². La politique monétaire peut également être mobilisée. L'injection de liquidités et/ou la baisse des taux d'intérêt auxquels les banques se financent doivent permettre de relancer l'investissement. En économie ouverte, parce que la baisse des taux d'intérêt provoque la dépréciation du taux de change, elle peut également favoriser les exportations. Enfin, dans une optique plus classique, elle peut aussi inciter à la consommation en rendant l'épargne moins attractive et le recours au crédit plus intéressant.

Milton Friedman et la critique des politiques de relance

Dans les années 1960, Milton Friedman critique l'interventionnisme keynésien. Confiant dans les mécanismes de marché, il préconise, en cas de déséquilibre entre l'offre et la demande, de laisser simplement les prix s'ajuster. Si la demande est insuffisante, les prix baisseront et permettront le retour à

^[2] Les achats de biens et services par les pouvoirs publics ont un effet multiplicateur deux fois plus élevé dans les estimations que les baisses d'impôts.

l'équilibre, rapidement et sans coût. À l'inverse, la politique budgétaire cumule les handicaps. Le temps que les pouvoirs publics se rendent compte du retournement conjoncturel, décident des mesures adéquates, les mettent effectivement en pratique et le temps que ces mesures agissent, l'économie sera déjà naturellement de retour vers l'équilibre. Compte tenu de ces délais d'action, la stimulation publique risque d'être pro-cyclique, c'est-à-dire effective quand le cycle se sera déjà retourné. Elle risque par ailleurs de brouiller les signaux sur la base desquels les agents prennent leurs décisions, de rajouter à l'incertitude et à l'instabilité. L'intervention publique est donc contre-productive. Pour ces mêmes raisons, il exclut une utilisation discrétionnaire de la politique monétaire, déstabilisante à court terme et inefficace à long terme pour agir sur l'activité. Il préconise un pilotage automatique de la création monétaire, basé sur des normes de croissance.

La Nouvelle économie classique (NEC) : règles et anticipations rationnelles

Cette notion de règles encadrant la politique économique va être développée ensuite par la Nouvelle économie classique, à partir du milieu des années 1970. On retrouve l'idée selon laquelle la façon dont la politique de stabilisation est conduite, en procédant de façon discrétionnaire, est contre-productive. Elle est par ailleurs inefficace dès qu'elle est anticipée.

D'une part, parce que les agents forment des anticipations rationnelles et se placent dans une perspective intertemporelle, la politique économique est impuissante à infléchir les fluctuations économiques. Les effets de la politique économique étant anticipés, celle-ci n'a pas d'impact réel sur la production ou le chômage. Ainsi, la stimulation à court terme, par une politique de relance, du revenu des ménages ne va pas leur faire modifier leurs habitudes de consommation. Ceux-ci se basent sur leur revenu de longue

période (leur revenu permanent) et anticipent que la hausse des dépenses publiques précède celle des impôts (théorème d'équivalence de Ricardo-Barro). De plus, la hausse des dépenses publiques provoque la hausse du taux d'intérêt ce qui pénalise l'investissement privé et, par le canal de l'appréciation du change, les exportations. L'augmentation de la demande publique ne fait que se substituer à une demande privée (effet d'éviction). La relance est par conséquent inefficace. La nouvelle école classique préconise donc de limiter les dépenses publiques au strict minimum (dépenses régaliennes).

Également anticipée, la politique monétaire n'a aucun impact réel sur la production, mais seulement sur l'inflation. Dans ce cadre, il convient, pour éviter toute tentation inflationniste, de contrôler strictement la création monétaire ; le meilleur moyen de parvenir à cet objectif est de donner à une banque centrale indépendante des pouvoirs publics – et donc indifférente aux pressions électorales et à la tentation de financer les dépenses publiques par création monétaire –, le mandat du seul contrôle de l'inflation. La règle s'oppose ainsi au pouvoir discrétionnaire.

D'autre part, pour cette théorie, les chocs de demande que la politique budgétaire combat sont bien moins importants que les chocs d'offre (chocs technologiques). Même si la politique pouvait éliminer les fluctuations conjoncturelles sans coût, le gain en termes de bien-être serait faible par rapport aux gains d'une politique orientée vers le long terme et l'accumulation du capital.

En réalité, aucun gouvernement n'a renoncé à réagir à la conjoncture, car le coût réel du ralentissement économique est très élevé (notamment en termes de chômage). En outre, les périodes de récession prolongée réduisent le potentiel productif de l'économie et augmentent le chômage structurel.

Le pouvoir stabilisateur de la politique économique

La politique économique contribue à stabiliser le niveau de production et l'inflation dont les fortes fluctuations peuvent avoir un coût élevé pour les agents privés (ménages, entreprises). Les politiques conjoncturelles ont un impact direct sur les chocs de demande agrégée^[3].

Le jeu des stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire amortit les chocs via le jeu des stabilisateurs automatiques^[4] et, dans le cas de chocs de grande ampleur, à travers des mesures de relance plus discrétionnaires. L'impulsion budgétaire devra être d'autant plus forte que les stabilisateurs automatiques seront faibles.

Depuis la Seconde Guerre mondiale, les stabilisateurs automatiques ont joué un rôle croissant dans la stabilisation macroéconomique, en lien avec l'augmentation de la taille des budgets publics. Gali (1994) a ainsi trouvé une relation empirique négative entre la part des dépenses ou des recettes publiques sur le PIB et la volatilité du PIB dans 22 pays de l'OCDE sur la période 1960-1990. L'OCDE (1999) estime que les stabilisateurs automatiques auraient réduit les fluctuations conjoncturelles dans les années 1990 de 25 % en moyenne pour les pays de l'OCDE (30 % pour les pays de l'Union européenne).

L'effet multiplicateur des politiques budgétaires

L'efficacité des politiques budgétaires de relance s'évalue, quant à elle, par l'estimation des effets multiplicateurs. Celle-ci dépend du modèle de l'économie retenu (réaction des agents privés, degré de rigidité des prix et des salaires, taux d'ouverture de l'économie...), et des hypothèses de politique (type de mesure – baisse des impôts, hausse des dépenses de consommation ou d'investissement –,

durée de l'impulsion budgétaire, accompagnement monétaire ou non), ce qui aboutit, selon les études, à des résultats très différents. Les études récentes révèlent cependant un certain nombre de résultats intéressants. Notamment, les effets multiplicateurs sont particulièrement élevés quand l'économie est en récession et quand le fonctionnement du système financier est affaibli. Ceci s'explique par le fait que, quand l'économie est ralentie, les effets d'éviction (des dépenses privées par les dépenses publiques) sont très faibles. Quand le marché financier fonctionne mal, la contrainte de liquidité des agents augmente, ce qui les empêche de se placer dans une perspective intertemporelle. En outre, les effets multiplicateurs sont plus élevés quand les taux d'intérêt sont bas, ce qui est le cas en période de récession. Auerbach et Gorodnichenko (2010) trouvent ainsi un effet multiplicateur des dépenses publiques de 0,57 en période de croissance et de 2,48 en période de récession. Les effets seraient aussi plus durables. Ces études confirment enfin que la politique budgétaire est plus efficace s'il y a un accompagnement monétaire^[5] et si la relance est menée de façon coordonnée et non de façon isolée. Dans ce cas, les effets multiplicateurs augmenteraient de 25 à 50 % selon l'OCDE (2009).

La politique budgétaire s'avère également efficace pour réduire la durée des récessions. Baldacci et Gupta (2009), qui s'intéressent à 118 épisodes de crise financière, montrent qu'une hausse du déficit public d'un point de PIB réduirait de près de deux mois la durée de la crise. Ils prévoient ainsi que la relance budgétaire des pays du G20 durant la crise financière de 2008-2009 abrégerait la récession de près d'un an.

Politique monétaire et *policy mix*

La politique monétaire peut également réagir efficacement à des chocs de grande ampleur, à condition que les anticipations d'inflation soient bien ancrées et que les autorités disposent de marges de manœuvre pour le faire

[3] Les politiques de relance sont peu efficaces dans le cas de chocs d'offre, qui voient la croissance du PIB potentiel ralentir, comme cela a été le cas suite au choc pétrolier de 1973. Les politiques structurelles sont alors plus adaptées.

[4] En période de ralentissement économique, les rentrées fiscales diminuent tandis que les dépenses sociales augmentent. Le déficit public se creuse, induisant un effet de relance « automatique » (inversement, en période de forte croissance, le solde public s'améliore, réduisant l'emballement de l'économie). Les effets stabilisateurs jouent d'autant plus que la taille du budget est importante, que la part des dépenses sociales est forte et qu'une part élevée des recettes fiscales est proportionnelle au revenu.

[5] D'où l'intérêt de coordonner politique budgétaire et politique monétaire, ce qui n'est pas toujours évident dans la zone euro (ou avec une banque centrale indépendante).

(OCDE, 2010). L'expérience montre que les taux d'intérêt baissent en moyenne d'environ 3 points de pourcentage dans les quatre à cinq trimestres qui suivent une récession⁶. Dans une petite économie ouverte, la politique monétaire, en affectant le taux de change⁷, est un outil de stabilisation particulièrement puissant.

Dans le cas d'un choc déflationniste provoqué par une crise financière, la réaction forte et rapide des politiques monétaire et budgétaire (*policy mix*) est indispensable pour amortir les effets de la crise à court et moyen terme et pour éviter qu'une spirale déflationniste ne s'installe. Cependant, comme l'a montré l'exemple japonais dans les années 1990, la reprise ne peut être durable tant que le système bancaire et financier est paralysé et dans l'incapacité de financer la croissance. Notamment, fournir des liquidités au secteur bancaire via une politique monétaire expansive ne suffit pas si les banques ne transforment pas ces liquidités en financement du secteur réel. Sans restructuration du secteur bancaire (et injection de fonds publics), la crise sera plus longue et plus coûteuse⁸.

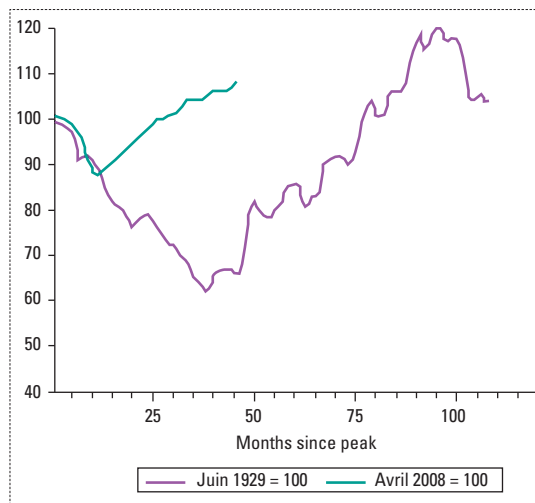
Les politiques conjoncturelles face à la Grande Récession

La Grande Récession est particulière dans le sens où c'est la première fois que les politiques conjoncturelles sont mobilisées avec une telle ampleur, et de façon coordonnée, au niveau international. L'ampleur de la crise financière a entraîné une réaction sans précédent des autorités publiques. Les banques centrales ont procédé à des diminutions massives de taux d'intérêt (baisse de 400 points de base en moyenne dans les pays industrialisés), lesquels se sont rapprochés du seuil zéro. Le 8 octobre 2008, six grandes banques centrales ont ainsi annoncé – fait sans précédent – une réduction concertée de leur principal taux directeur. Elles ont mis parallèlement en place des mesures non conventionnelles consistant à injecter directement des liquidités dans l'économie, via notamment

la reprise d'actifs douteux des banques⁹. Le bilan des banques centrales d'Angleterre, du Japon ou des États-Unis a ainsi plus que doublé entre 2007 et 2009, tandis que celui de la BCE a augmenté de plus de 50 %.

Les plans de relance budgétaire ont également été massifs dans tous les pays de l'OCDE. En Europe, les gouvernements et la Commission européenne ont annoncé en novembre 2008 une relance budgétaire coordonnée pour un montant de 1,5 % du PIB. Le FMI, pour la première fois, a défendu la mise en place d'une impulsion budgétaire de 2 % du PIB entre 2008 et 2009 pour les pays du G20.

1. Évolution de la production industrielle mondiale



Source : Eichengreen et Rourke (2012).

Cette importante intervention publique, via les instruments budgétaire et monétaire, a permis d'éviter l'aggravation de la crise. Le service d'études budgétaires du Congrès américain estime ainsi que le quasi doublement du déficit budgétaire aux États-Unis (de 6,6 % du PIB en 2008 à 11,6 % en 2009) aura dopé la croissance de 1,4 à 3,8 points. Le graphique 1 compare l'évolution de la production industrielle mondiale lors de la crise de 1929 et de la Grande Récession. On observe durant les premiers mois que ces deux crises sont d'une

[6] La baisse des taux d'intérêt doit, notamment via les dépenses d'investissement, relancer l'activité économique.

[7] Dans une économie ouverte, la baisse du taux d'intérêt entraîne une sortie de capitaux, qui provoque une dépréciation de la monnaie nationale. L'amélioration de la compétitivité qui en résulte renforce les effets expansionnistes de la politique monétaire.

[8] Pour des exemples de résolution des crises bancaires, et notamment les enseignements tirés des crises nordiques du début des années 1990, voir Benassy *et al.* (2009) ou la BRI (2009).

[9] Sur les interventions des banques centrales et des gouvernements face à la Grande Récession, voir dans ce même numéro l'article de Jérôme Creel, p. 101 à 107.

ampleur comparable, mais le retournement est bien plus rapide en 2009 en raison de l'intervention publique (Eichengreen et Rourke, 2012).

Les erreurs de politique économique et l'aggravation des crises

La politique conjoncturelle a parfois été mise en cause comme facteur de crise ou d'aggravation de crise.

L'exemple le plus connu, et dont les pouvoirs politiques ont retenu la leçon, particulièrement aux États-Unis, est celui de la Grande Dépression des années 1930. Comme le note J-C. Asselain (1995), la crise est perçue à l'époque comme sanctionnant des excès et déséquilibres. Dans ce cadre, l'État doit donner l'exemple et restaurer, même en pleine crise, l'équilibre de ses comptes. La crise a réduit les recettes, les gouvernements augmentent les impôts et réduisent les dépenses^[10]. Cet assainissement budgétaire est perçu comme la condition nécessaire au retour de la confiance des milieux d'affaires et à la reprise. En réalité, cette déflation budgétaire aggrave la crise, sans parvenir à restaurer l'équilibre des comptes publics. Ainsi, en France, après quatre années de rigueur budgétaire, le déficit public atteint en 1935 un niveau record à 5,5 % du PIB. Le maintien de la valeur de la monnaie est également perçu comme indispensable : la politique monétaire est durcie, la dévaluation des monnaies est repoussée, amplifiant le mécanisme déflationniste. Le taux d'escompte est par exemple fortement relevé en septembre 1931 au Royaume-Uni, en pleine période de crise, en juillet puis décembre 1931 en Allemagne, amplifiant l'effondrement de l'investissement privé. Alors que la masse monétaire s'est contractée d'environ un tiers entre septembre 1929 et avril 1933, l'absence de réaction des autorités monétaires américaines serait responsable de plus de 3 000 faillites bancaires (voir Friedmann et Schwarz, 1963^[11]).

Les autorités monétaires ont retenu les leçons de l'Histoire. Le 19 octobre 1987, quand la bourse américaine connaît la plus forte baisse de son histoire en une journée (- 22,6 %), impactant l'ensemble des bourses mondiales, les autorités monétaires assouplissent immédiatement leur politique. La Réserve fédérale (Fed) notamment, injecte massivement des liquidités dès le 20 octobre. Elle a également, comme d'autres banques centrales, fortement réagi suite au dégonflement de la bulle Internet en 2000. Le taux américain baisse ainsi de 475 points de base sur la seule année 2001.

L'insuffisante réaction de la politique monétaire a également été mise en avant dans une autre crise de déflation, celle du Japon au début des années 1990. De nombreuses études ont montré après-coup que la politique monétaire japonaise avait été trop restrictive entre 1992 et début 1996. Les autorités japonaises ont d'une part surestimé le risque d'inflation, dans un contexte d'effondrement des cours boursiers et, d'autre part, assoupli trop tard la politique monétaire, alors que la spirale déflationniste était enclenchée. Pour la Fed, « *une politique monétaire plus accommodante aurait contribué à éviter la déflation* ».

La politique conjoncturelle facteur de crise ?

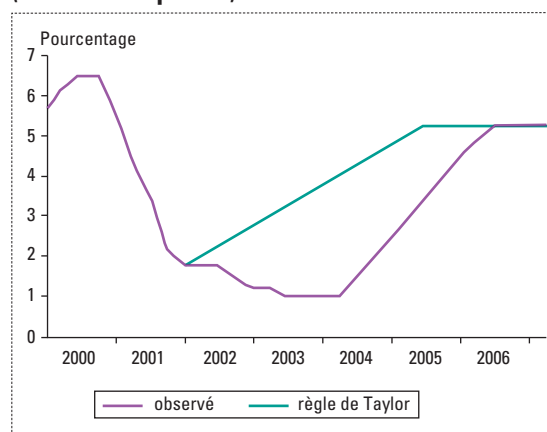
À l'inverse, la politique monétaire trop laxiste est pointée comme une des causes de la crise financière qui a débouché sur la Grande Récession (Benassy-Quéré *et al.*, 2009). Le niveau très bas des taux d'intérêt atteint suite à l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis et en Europe (qui craignaient une spirale déflationniste à la japonaise) a été maintenu trop longtemps, ce qui a pu alimenter la croissance d'une nouvelle bulle, immobilière cette fois. Pour les Nouveaux classiques, c'est parce que la politique monétaire a dévié par rapport à sa règle que les bulles ont pu se développer et que les bilans des institutions financières se sont détériorés

[10] Par exemple, les indemnités chômage sont réduites en Allemagne et au Royaume-Uni, tous comme les salaires payés par l'État au Royaume-Uni et aux États-Unis.

[11] Dans leur ouvrage, ces auteurs montrent que toutes les dépressions sévères aux États-Unis sur la période 1867-1960, et particulièrement la Grande Dépression, sont associées à des contractions de l'offre de monnaie.

(Taylor, 2010). Le graphique 2 compare le niveau effectif du taux des fonds fédéraux américains (taux contrôlé par la banque centrale) et le taux que l'on aurait dû avoir si les autorités américaines avaient suivi une règle de Taylor^[12], comme cela était apparemment le cas avant 2001. Il indique clairement que les taux américains auraient dû être plus élevés entre 2001 et 2005^[13]. On obtient les mêmes conclusions pour la zone euro, le Canada, la Norvège, la Suède ou la Suisse.

2. Taux des fonds fédéraux américains (constatés et prévus).



Source : Taylor (2010).

Déjà, l'OCDE (2011) avait établi un lien entre l'assouplissement de la politique monétaire à la suite de l'effondrement des marchés boursiers en 1987 et le développement de bulles boursières et immobilières dont l'éclatement en 1990-1991 a provoqué de nombreuses faillites bancaires (pays nordiques, États-Unis avec la faillite des caisses d'épargne, France) et le début d'une longue période de déflation au Japon.

Les erreurs de politique économique sont également mises en avant dans la crise de la zone euro (Artus, 2012). Les pouvoirs publics, et notamment la BCE, auraient laissé se développer sans réaction excès d'endettement et bulles immobilières, tandis que les gouvernements n'auraient pas profité des années de forte croissance pour réduire leurs

déficits et se désendetter. Alors que le ralentissement de la croissance à la fin des années 1990 provenait de la désindustrialisation (aux États-Unis, en Europe ou au Royaume-Uni), les autorités monétaires ont soutenu le crédit privé au lieu de mettre en place des réformes structurelles. En 2008, face à l'arrêt de l'endettement privé, les dépenses publiques augmentent. Les investisseurs se rendent compte que certains pays ne peuvent être solvables compte tenu des perspectives de croissance, ce qui déclenche la crise des dettes souveraines.

Des politiques de change inappropriées ont pu également contribuer aux crises de change dans les années 1990 dans les pays émergents^[14]. Les politiques de change fixe par rapport au dollar et les politiques de libéralisation financière ont favorisé les entrées de capitaux et l'accumulation de dettes à court terme libellées en dollar. La surévaluation réelle des monnaies est utilisée pour réduire l'inflation, mais dégrade les comptes courants. Les conditions sont réunies pour qu'apparaisse une crise de la balance des paiements.

La crise du système monétaire européen (SME) de 1992-1993 relève d'une même logique. Le maintien de parités fixes au sein du SME, dans un contexte où les mouvements de capitaux avaient été libéralisés (en 1990), ne permettaient pas de maintenir des politiques monétaires autonomes (triangle d'incompatibilité de Mundell^[15]). Dès lors, une attaque spéculative était inévitable. La volonté de maintenir coûte que coûte les parités a provoqué à l'époque une forte récession en Europe.

Les leçons des crises : le rôle croissant de la prévention

Une des leçons des crises du XX^e siècle est que le coût de la crise est très élevé, en termes de croissance durablement affaiblie, de chômage structurel, de détérioration budgétaire ou de marges de manœuvre monétaires.

[12] La règle de Taylor est une règle de politique monétaire qui relie le taux d'intérêt que doit pratiquer une banque centrale à l'écart d'inflation par rapport au niveau ciblé et à l'écart du PIB réel au PIB potentiel.

[13] La politique monétaire serait par ailleurs victime de son succès : c'est le « paradoxe de la crédibilité ». Le contrôle de l'inflation et la crédibilité des autorités à maintenir cette situation inciterait les agents à prendre davantage de risques, et expliquerait l'instabilité financière croissante, la hausse des taux d'endettement et l'accentuation du caractère pro-cyclique du secteur bancaire.

[14] Mexique (1994), Asie du Sud-Est (1997), Russie (1998), Brésil (1999), Argentine (2001).

[15] Robert Mundell a mis en évidence un triangle d'incompatibilité au niveau des politiques économiques : un pays ne peut à la fois disposer d'une libre circulation des capitaux, d'un régime de change fixe et d'une politique monétaire autonome. En effet, dans cette configuration, une mesure de politique monétaire (par exemple la baisse du taux d'intérêt directeur) entraîne des mouvements de capitaux (sorties de capitaux) qui déstabilisent le change (dépréciation de la monnaie nationale) et obligent les autorités monétaires à défendre la parité (achat de monnaie nationale). Cette dernière action fait remonter le taux

d'intérêt, ce qui annule l'effet de la politique monétaire. En Europe, l'impossibilité à maintenir cette configuration a abouti à la création de l'Union monétaire (abandon de l'autonomie de la politique monétaire au niveau national).

Revenir au niveau de PIB pré-crise nécessite en moyenne sept ans, trois pour les pays industrialisés (Benassy-Quéré *et al.*, 2009). La reprise de l'emploi est quant à elle beaucoup plus lente. La possibilité d'interventions conjoncturelles des pouvoirs publics est donc indispensable pour réduire dès que possible l'ampleur de la crise.

Un plan de relance efficace doit cependant respecter les « 3 T » : *timely* (à temps), *temporary* (temporaire) et *targeted* (ciblé). On perçoit bien le problème de *fine tuning* (réglage fin) qui se pose aux autorités : elles doivent d'une part réagir vite et fortement en cas de choc dépressif de demande, mais maintenir la stimulation juste le temps qu'il faut : un durcissement trop précoce peut annuler la reprise, tandis qu'un durcissement trop tardif peut retarder les réformes structurelles nécessaires et alimenter de nouveaux déséquilibres. Dans la phase de reprise, les politiques de demande doivent laisser place à des politiques d'offre visant la réallocation des facteurs de production. L'intervention publique par le biais de la politique conjoncturelle est accusée par les économistes libéraux de prolonger la crise, en retardant la mise en place des réformes structurelles nécessaires.

Les crises sollicitent fortement les politiques économiques. La Grande Récession a amené les taux directeurs des banques centrales proches du plancher zéro en deçà duquel ils ne peuvent descendre, la taille du bilan des banques centrales et les dettes publiques à des niveaux critiques, limitant ainsi les marges de manœuvre des politiques dans le futur.

Une des leçons que l'on peut en tirer est que la politique économique doit devenir davantage contra-cyclique, ce qui peut passer par l'instauration de règles contraignantes en période de croissance. Les autorités doivent

profiter de ces périodes pour retrouver des marges de manœuvre leur permettant de réagir aux chocs négatifs, ce qui suppose de retrouver des excédents budgétaires, ou de retirer l'excès de liquidité injecté durant la crise. Les études montrent que, dans les pays ayant des déficits ou des dettes publiques importants, la politique budgétaire est moins réactive dans les périodes de récession et peut même devenir pro-cyclique (Egert, 2010). Un poids élevé de la dette gêne non seulement l'application de politiques contra-cycliques, mais les rend également moins efficaces, les agents adoptant des comportements ricardiens en anticipant les hausses d'impôts. Baldacci *et al.* (2009) montrent que les crises ont duré presque un an de plus dans les pays lourdement endettés.

Une autre leçon de la crise est que la politique monétaire doit être repensée. Les crises mettent en évidence l'échec de l'autorégulation des marchés, et notamment des marchés financiers et bancaires. Les autorités monétaires devront davantage s'attacher à prévenir ces crises, que se contenter d'y répondre. Elles devront mieux prévenir la formation des déséquilibres, et notamment les désalignements sur les marchés d'actifs ou l'évolution excessive du crédit. La prévention des crises passera également par davantage de régulation et de supervision (politiques macro et micro prudentielles), ce qui suppose de renforcer la coordination et la surveillance au niveau international. Dans ce cadre, l'Union européenne a, par exemple, adopté en 2011 de nouvelles règles en matière de gouvernance. Celles-ci comportent deux volets : la surveillance budgétaire, et une surveillance macroéconomique, visant à détecter les évolutions porteuses de risque, telles que l'augmentation du niveau d'endettement ou le développement de bulles spéculatives.

POUR EN SAVOIR PLUS

- ❖ **ARTUS P.** (2012), « Crise de la zone euro : une succession d'erreurs de politique économique », *Flash Économie*, Natixis, n° 34, 13 janvier.
- ❖ **ASSELAIN J-CH.** (1995), *Histoire économique du XX^e siècle – La montée de l'État (1914-1939)*, Presses de Sciences Po / Dalloz.
- ❖ **AUERBACH A. J., GORODNICHENKO Y.** (2010), « Measuring the output responses to fiscal policy », *NBER Working Paper*, n° 16311, août.
- ❖ **BALDACCI E., GUPTA S.** (2009), « Les relances budgétaires efficaces », *Finances et développement*, FMI, décembre.
- ❖ **BÉNASSY-QUÉRÉ A., CŒURÉ B., JACQUET P., PISANI-FERRY J.** (2009), « The crisis : policy lessons and policy challenges », *CEPII Working Paper* n° 2009-28.
- ❖ **BRI** (2009), « Ripostes des autorités face à la crise », 79^e Rapport annuel, chapitre VI, 99-126.
- ❖ **DEBRUN X., KAPOOR R.** (2010), « Fiscal Policy and Macroeconomic Stability : Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere », *Working Papers* 10/111, FMI.
- ❖ **ÉGERT B.** (2010), « Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD : Pro- or Countercyclical? », *OCDE Working Paper* n° 763.
- ❖ **EICHENGREEN B., O'ROURKE K.H.** (2012), « A tale of two depressions redux », www.voxeu.org, 6 mars.
- ❖ **FRIEDMAN M., SCHWARTZ A-J.** (1963), *A monetary history of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, NBER.
- ❖ **GALI J.** (1994), « Government size and macroeconomic stability », *European Economic Review*, vol. 38, n° 1, janvier.
- ❖ **OCDE** (2009), « Efficacité et ampleur de la relance budgétaire », *Perspectives économiques intermédiaires de l'OCDE*, mars.
- ❖ **TAYLOR J.B.** (2010), « Getting back on track: Macroeconomic policy lessons from the financial crisis », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, mai-juin.
-

Le processus de globalisation financière s'est accompagné d'une augmentation significative de la fréquence des crises financières. Ce phénomène s'est produit aussi bien dans les économies caractérisées par un poids important du secteur bancaire que dans celles où les marchés financiers étaient très développés, remettant en question le caractère opérationnel de cette typologie classique. L'instabilité financière obéit toutefois, selon Dominique Plihon, à plusieurs déterminants renvoyant à une cause commune : les politiques de libéralisation financière mises en œuvre à partir des années 1970. La mise en évidence de ces facteurs d'instabilité ouvre la voie à des chantiers de réforme, dont certains ont déjà été lancés.

Problèmes économiques

Crises et systèmes financiers

© DOMINIQUE PLIHON

Centre d'économie de Paris-Nord

Les crises financières se sont multipliées depuis les débuts du processus de globalisation financière, il y a trois décennies. Dans les années 1980 et 1990, ces crises ont frappé le Japon et les pays dits « émergents » nouvellement ouverts à la finance internationale, en Amérique latine et en Asie. Dans les années 2000, les pays les plus avancés ont connu à leur tour deux grandes crises : le krach Internet en 2000 puis la crise des *subprimes* à partir de 2007. Ainsi, les crises successives ont concerné des systèmes financiers très divers, situés dans les pays en développement et dans les pays les plus développés.

La question se pose de savoir quels sont les facteurs de cette instabilité financière récente qui n'est pas sans rappeler la période trouble de l'entre-deux-guerres au siècle dernier. L'objectif de cet article est de repérer les caractéristiques des systèmes financiers

contemporains qui sont à l'origine de leur vulnérabilité. Six « marqueurs » ou déterminants principaux sont mis en avant : (i) le degré de libéralisation financière, (ii) l'impact des innovations financières, (iii) le rôle des banques et du crédit, (iv) le fonctionnement des marchés immobiliers, (v) le rôle des banques centrales, (vi) les autorités face au « trilemme » de la finance globalisée.

Le degré de libéralisation financière

Les crises financières récentes ont pris des formes différentes : crises boursières, crises immobilières, crises bancaires et/ou de change. Mais cette diversité apparente des crises ne doit pas occulter le fait que celles-ci ont une cause commune : la mise en œuvre des politiques néolibérales depuis les années 1970. L'existence d'une relation directe entre les politiques de libéralisation financière et l'accélération des crises est reconnue par la plupart des économistes, toutes tendances confondues. Ainsi, G. Kaminsky et S. Reinhart^[1], deux économistes du FMI, ont montré que la plupart des crises bancaires dans les

^[1] Kaminsky G.L. et Reinhart S.L. (1999), « The twin crises : The causes of banking and balance-of-payments problems », *American Economic Review*, n° 489.

pays émergents ont été précédées par des politiques de libéralisation financière. J. Stiglitz², ancien vice-président et économiste en chef de la Banque mondiale, a montré que les politiques de libéralisation radicale imposées par le FMI sont une des causes majeures des crises des systèmes financiers en Russie et dans les pays asiatiques en 1997-1998. De son côté, P. Krugman, autre prix Nobel d'économie, fait remarquer que la Chine et l'Inde n'ont pas connu l'instabilité financière de leurs voisins asiatiques pendant les années 1990 car ces pays ont maintenu une régulation financière rigoureuse³.

Les politiques de libéralisation financière ont quatre dimensions principales :

– la libéralisation des opérations bancaires (par exemple, fin du contrôle du crédit) ;

– l'ouverture du marché boursier (liberté totale donnée aux investisseurs étrangers) ;

– l'ouverture du compte de capital (absence de contrôle des mouvements de capitaux avec l'étranger) ;

– la libéralisation du marché des changes (absence de contrôle des achats et ventes des devises étrangères).

Le tableau 1 indique les raisons du caractère profondément déstabilisant des politiques de libéralisation financière pratiquées depuis les années 1970. Plusieurs mécanismes sont à l'œuvre. En premier lieu, les politiques de libéralisation autorisent les comportements de prise de risque excessif de la part des acteurs bancaires et financiers : ces derniers ont tendance à prendre d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne. En sens

^[2] Stiglitz J. (2002), *La grande désillusion*, Paris, Fayard.

^[3] Krugman P. (2000), *La mondialisation n'est pas coupable*, Paris, La Découverte.

Tableau 1. Les effets déstabilisants des politiques de libéralisation financière

Domaines de la libéralisation	Effets observés	Explications
Libéralisation bancaire	La plupart des crises bancaires ont été précédées d'une libéralisation des opérations bancaires et financières	– Prise de risque excessive – Concurrence exacerbée – Dégradation des résultats => banques fragilisées
Ouverture du marché boursier	Bulles spéculatives sur les bourses dans la plupart des pays émergents	– Encourage la spéculation – Favorise les opérations des investisseurs internationaux – Comportements mimétiques et grégaires
Ouverture du compte de capital	– Crises dans les pays qui ont donné la priorité à l'ouverture du compte de capital – Absence de crises dans les pays qui ont maintenu les contrôles de capitaux (Chine, Inde)	– Favorise la spéculation – Entrées et sorties brutales de capitaux internationaux qui déstabilisent la monnaie et le système bancaire des pays touchés par la spéculation
Libéralisation du marché des changes	– Plus grande fréquence des crises de change – Plus grande instabilité du taux de change – Vulnérabilité accrue des systèmes financiers	– Fragilise les banques et les entreprises soumises à l'instabilité monétaire – Stabilisation du taux de change par les banques centrales rendue difficile

D'après Boyer, Dehove, Plihon, *op. cit.*, (2004).

inverse, lorsque les perspectives sont défavorables, on constate une forte aversion au risque, en particulier de la part des banques qui peuvent aller jusqu'à rationner le crédit, comme l'illustre la crise financière en cours. Ainsi, les acteurs financiers, par leurs comportements, exercent un effet déstabilisateur car ils ont tendance à amplifier les cycles économiques.

Un second mécanisme joue un rôle central dans les crises récentes : la libéralisation des opérations bancaires entraîne une facilité accrue d'accès au crédit, ce qui stimule le financement des opérations spéculatives sur les différents marchés (financiers, immobiliers) et favorise la *contagion* d'un marché à l'autre. C'est ainsi que, grâce au crédit facile, la spéculation a pu se déplacer, en 2007-2008, des marchés de l'immobilier à ceux des matières premières, créant en différents points des bulles spéculatives.

La libéralisation des mouvements de capitaux et du marché des changes est à l'origine d'un troisième mécanisme déstabilisant : l'ouverture aux investisseurs étrangers des systèmes financiers nationaux a entraîné une *interdépendance accrue des marchés financiers*, ce qui favorise la diffusion des emballements spéculatifs entre des pays parfois fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par les opérations de spéculation des investisseurs internationaux qui déplacent leurs capitaux d'un pays à l'autre. Ces emballements spéculatifs sont aggravés par les comportements des acteurs financiers caractérisés par le *mimétisme*, la *perte de mémoire* des précédents épisodes de crise, ou encore une *excessive confiance* en ses propres choix par rapport à ceux des autres acteurs du marché, sans oublier *l'aveuglement au désastre* qui marque les périodes spéculatives qui précèdent les crises⁴.

Ainsi, les politiques de libéralisation augmentent l'instabilité des systèmes financiers. Elles débouchent sur des crises, marquées par l'effondrement des prix d'actifs (immobiliers, cours boursiers, taux de change), des

défaillances d'acteurs financiers, une chute de l'activité économique et une montée du chômage. La crise financière des années 2007-2012 en fournit l'illustration la plus récente.

Les innovations financières au centre des crises

L'histoire contemporaine montre que les innovations financières sont source d'instabilité car elles ont des effets ambivalents. Ainsi, les produits dérivés (marchés à terme et d'options) – innovation financière majeure du dernier quart du XX^e siècle – sont un instrument efficace de protection contre les risques liés à l'instabilité des prix sur les marchés financiers (cours boursiers et de change). Mais ces produits sont également un levier très puissant aux mains des spéculateurs, comme l'a montré Georges Soros. Celui-ci a expliqué comment il s'est enrichi avec son fonds spéculatif *Quantum* en utilisant les produits dérivés pour spéculer contre la livre sterling en 1992, ce qui avait alors provoqué l'implosion du Système monétaire européen. À partir de 2009, les CDS (*credit default swaps*), supposés protéger les détenteurs de dette contre l'insolvabilité des débiteurs, ont été un des principaux leviers de la spéculation contre les dettes publiques dans les pays de la zone euro.

L'une des raisons pour lesquelles les innovations financières contribuent à l'instabilité financière est que celles-ci ont souvent pour objectif de contourner les réglementations mises en œuvre par les pouvoirs publics pour lutter contre l'instabilité financière. Récemment, la technique de la titrisation, innovation majeure qui a joué un rôle central dans l'extension de la crise des « *subprimes* », a été massivement utilisée par les banques internationales pour échapper aux règles du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. En effet, ces règles dites « prudentielles » ont pour objet de limiter la prise de risque par les banques en rendant celle-ci plus coûteuse. Ce qui a incité les banques à se débarrasser de leurs crédits

^[4] Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), *Les crises financières*, Rapport du CAE n° 50, Paris, La Documentation française.

à haut risque (*subprimes*) en les transférant à des investisseurs par le canal de la titrisation. C'est ainsi que ces crédits à haut risque et à haut rendement ont été rachetés par des fonds spéculatifs (*hedge funds*) échappant au contrôle des autorités publiques. La titrisation a été un des principaux rouages de la crise financière internationale qui a débuté aux États-Unis à partir de 2007.

L'ampleur des crises : le rôle décisif de la vulnérabilité des banques

Toutes les crises financières n'ont pas le même degré de gravité. L'expérience récente montre que la stabilité des systèmes financiers dépend largement de la robustesse des banques. On constate en effet que les crises financières sont d'autant plus graves que les risques tendent à se concentrer sur les banques, ce qui remet en cause la continuité du système des paiements et des relations de crédit. Par exemple, les krach boursiers de 1987 et de 2001 n'ont pas dégénéré en crises profondes et durables dans les pays de la Triade car leurs systèmes bancaires n'ont pas été déstabilisés par la chute brutale des cours boursiers lors de ces deux épisodes de crise. En revanche, le Japon a connu une grave déflation dans les années 1990 car les banques nippones ont été fragilisées par des prises de risque excessives sur les marchés immobiliers et boursiers en proie à des bulles spéculatives. Pendant la même décennie, les profonds désordres financiers observés dans les pays nouvellement ouverts à la finance internationale, qualifiés de « marchés émergents », ont également été provoqués par les difficultés rencontrées par les banques face à la finance internationale libéralisée⁵. Un grand nombre de travaux ont montré que les crises financières qui ont durement touché les pays émergents dans les années 1990 sont des « crises jumelles » résultant d'un effondrement simultané du taux de change et du système bancaire⁶. Les banques des pays en développement deviennent en effet très vulnérables dès lors qu'elles s'endettent sur les marchés

internationaux. Leur dette étant libellée en monnaie étrangère (en dollars, le plus souvent), elles sont soumises aux variations aléatoires des taux de change qui peuvent aggraver brutalement le coût de leur dette. Ainsi s'expliquent les nombreuses faillites bancaires enregistrées dans les pays émergents.

Plus récemment, la gravité de la crise financière internationale, qui a débuté sur le marché immobilier des États-Unis en 2007 pour s'étendre ensuite aux autres pays de la Triade (Europe, Japon), s'explique largement par le fait que les grandes banques de ces pays ont été mises en difficulté par les *subprimes*⁷.

Il est reconnu que lors de la crise récente, un rôle moteur a été joué par le *shadow banking system*. Cette partie du système bancaire se caractérise précisément par les deux facteurs – libéralisation et innovation financières – dont on vient de voir qu'ils sont à l'origine de la vulnérabilité des systèmes financiers. En effet, le *shadow banking system* regroupe des acteurs échappant à la régulation financière (banques d'investissement, fonds spéculatifs) et fonde largement son activité sur les innovations financières, en particulier les produits dérivés et la titrisation des créances.

La crise récente a également montré les risques importants causés par la taille devenue considérable des acteurs bancaires. La finance globalisée est en effet dominée par des groupes bancaires transnationaux et multispécialisés, devenus trop grands pour faire faillite (« *too big to fail* ») sans mettre en danger la stabilité des systèmes financiers. Gérés pour la recherche d'une rentabilité maximum, et sachant qu'ils seront secourus en cas de difficulté en raison de leur dimension systémique, ces grands groupes bancaires sont conduits à prendre des risques excessifs. La question de la taille des groupes bancaires, qualifiés d'« entités systémiques » par le G20 et dont le nombre est estimé à une cinquantaine en Europe, est devenue un enjeu majeur pour la stabilité des systèmes financiers.

[5] Miotti L. et Plihon D. (2000), « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Revue d'économie internationale*, n° 85.

[6] Boyer R., Dehove M., Plihon D. (2004), *op. cit.*

[7] Sur la question des subprimes, voir dans ce même numéro l'article de Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dumont, p. 83 à 92.

Les marchés immobiliers, un rouage de l'instabilité financière

L'analyse des crises financières récentes montre que les marchés de l'immobilier ont constitué l'un des principaux rouages de l'instabilité financière dans un grand nombre de pays avancés et émergents. On constate en effet que les épisodes de crise financière ont souvent été précédés par l'accumulation de bulles immobilières. C'est ainsi que les défaillances financières enregistrées par le Japon et la Corée du Sud dans les années 1990 sont allées de pair avec l'implosion de bulles immobilières, ce qui est également le cas dans les années 2000 pour les pays les plus touchés par la crise des *subprimes* : États-Unis, Royaume-Uni, Irlande et Espagne. Ce rôle central des marchés immobiliers dans les crises a une explication simple : on retrouve sur ce marché les trois déterminants principaux de la vulnérabilité des systèmes financiers mentionnés précédemment, à savoir la libéralisation financière, les innovations et le rôle des banques. Au départ, en desserrant la contrainte d'endettement des ménages, les politiques de libéralisation financière ont favorisé l'emballement du crédit et le surendettement des ménages. Ainsi, la crise des *subprimes* née de l'insolvabilité des ménages américains n'aurait sans doute pas eu lieu si les autorités américaines n'avaient pas supprimé à partir des années 1980 les règles – édictées à la suite de la grande crise de 1929 – destinées à protéger les ménages les plus fragiles contre le surendettement. Les innovations financières constituées par la titrisation, les emprunts rechargeables et à taux variables ont également contribué au surendettement des ménages et à une prise de risque excessif par les acteurs bancaires, qu'il s'agisse des banques commerciales ou des acteurs du *shadow banking system*.

Le rôle stratégique des banques centrales

L'un des enseignements de l'histoire économique contemporaine est que les banques centrales constituent l'un des principaux remparts contre l'instabilité des systèmes financiers. Il a été démontré, notamment par M. Friedman et A. Schwartz, que la gravité de la crise de 1929 aux États-Unis, marquée par un effondrement du système bancaire, provient de ce que la Réserve fédérale n'a pas joué son rôle de prêteur en dernier ressort⁸. La leçon a été apprise : depuis 2008, dans le contexte de la crise financière, les banques centrales des pays de la Triade sont intervenues massivement pour apporter en urgence les ressources nécessaires aux banques en difficulté. Ces interventions ont permis de faire face au risque « systémique », et d'éviter un effondrement du système bancaire international par contagion, notamment à la suite de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers le 15 septembre 2008. La crise récente a montré la nécessité d'inclure la stabilité financière parmi les missions des banques centrales⁹. La mission de prêteur en dernier ressort des banques centrales en direction des banques commerciales devra être élargie à la stabilité globale du système financier, ce qui inclut la stabilité des marchés financiers (notamment le marché immobilier). Cette mission de surveillance globale, destinée à prévenir le risque systémique, semble avoir été reconnue avec la création récente, aux États-Unis et dans l'Union européenne, de « conseils du risque systémique » présidés par les banques centrales.

[8] Friedman M. et Schwartz A. (1963), *A monetary history of the United States*, Princeton, Princeton University Press.

[9] Betbèze J.-P., Bordes C., Couppey-Soubeyran J. et Plihon D. (2011), *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE n° 96, Paris, La Documentation française.

L'organisation des autorités de tutelle et le « trilemme » de la finance globalisée

La surveillance et la régulation des acteurs bancaires et financiers sont assurées par des autorités de tutelle. Ces autorités sont organisées sur une base nationale, et sont le plus souvent sectorielles en distinguant les trois principaux métiers de la finance (banque, assurance et marchés). Dans le contexte actuel de la globalisation financière, cette forme d'organisation est une source de vulnérabilité des systèmes financiers car elle est inadaptée aux grands groupes bancaires et financiers qui sont transnationaux et multi-sectoriels. Ici s'applique le « trilemme » développé par D. Rodrik^[10] selon lequel les systèmes financiers ne peuvent avoir simultanément les trois caractéristiques suivantes : (i) intégration financière internationale, (ii) stabilité financière et (iii) politiques de supervision et de régulation nationales. Ces trois caractéristiques des systèmes financiers ne sont compatibles que deux à deux. En ayant des politiques nationales (iii), dans le contexte d'une finance globalisée (i), les systèmes financiers sont exposés à l'instabilité (ii). Cette dernière peut être évitée en renonçant à l'ouverture financière internationale (i), ou en renonçant à des politiques nationales (iii). C'est la dernière solution qui semble avoir été retenue dans l'Union européenne, avec la création en 2011 de trois institutions européennes regroupant les régulateurs nationaux des banques, des entreprises d'assurances, et des acteurs de marché^[11]. Ces trois nouvelles autorités siègent ensemble au Conseil européen du risque systémique, sous la présidence de la Banque centrale européenne (BCE).

Il est frappant de constater que depuis les débuts de la globalisation financière contemporaine, les crises ont frappé des systèmes financiers très divers, appartenant à des pays aux niveaux de développement économique et financier différents. Les typologies habituelles des systèmes financiers apparaissent peu opérationnelles pour caractériser les déterminants de la vulnérabilité financière^[12]. Ainsi, les économistes opposent-ils souvent les systèmes financiers reposant principalement sur les banques (*bank-based*) – à ceux reposant sur les marchés financiers (*market-based*), selon que l'économie est surtout financée par les premières – par exemple en Europe continentale et dans les pays émergents – ou par les seconds – ce qui est le cas des pays anglo-saxons –. Or, les deux types de systèmes financiers ont connu des épisodes de forte vulnérabilité. On retrouve en outre dans l'un comme dans l'autre le rôle central des banques et du crédit bancaire dans le processus d'instabilité.

Au-delà de la diversité des systèmes financiers, il y a donc des déterminants communs à l'instabilité financière. Les six facteurs principaux retenus dans cet article constituent autant de pistes de réformes souhaitables pour prévenir les crises financières futures. On constate ainsi que le retour à une régulation plus stricte des banques et des marchés financiers est à l'ordre du jour, ainsi que le renforcement du rôle des banques centrales et des autorités de tutelle. Toutefois, les réformes décidées à la suite de la crise récente demeurent très partielles^[13].

[10] Rodrik D. (2000), "How far will international economic integration go ?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1.

[11] Plihon D. (2010), « La réforme de la régulation financière », *Cahiers français* n° 359, Paris, La Documentation française.

[12] Allen F., Chui M.K.F. et Maddaloni C. (2004), "Financial systems in Europe, the USA and Asia", *Oxford Review of economic Policy*, vol. 20, n° 4.

[13] Plihon D. (2010), *op. cit.*

Par son ampleur et sa durée, la « Grande Dépression » des années 1930 est la crise la plus grave de l'histoire du capitalisme. Déclenchée aux États-Unis par le krach d'octobre 1929, elle s'est ensuite propagée à l'Europe. Dans la plupart des pays touchés, il faudra attendre la fin de la décennie voire le début des années 1940 pour retrouver le niveau de production de 1929. Les causes du déclenchement de la crise et de l'enlisement dans la Dépression restent aujourd'hui encore controversés : apparition de rigidités dans les mécanismes d'ajustement du marché, erreurs de politique monétaire, insuffisance de la demande globale, manifestation des contradictions inhérentes au capitalisme... Après un rappel des mécanismes et effets de la crise des années 1930, Pierre Bezbakh fait le point sur les différentes explications qui en ont été données par les économistes et les historiens.

Problèmes économiques

Les controverses autour de la Grande Dépression

© PIERRE BEZBAKH

Maître de conférences à l'université Paris-Dauphine

La crise de 1929 est généralement considérée comme la plus grande crise de l'histoire du capitalisme. Si l'analyse de son déroulement et de ses conséquences ne fait pas l'objet de véritables polémiques entre les économistes, il n'en est pas de même de ses explications, qui diffèrent en fonction de l'inspiration théorique de leurs auteurs¹. Ceux qui croient aux vertus de l'économie de marché mettent en avant les effets des rigidités salariales apparues depuis la fin du XIX^e siècle, empêchant les ajustements

par les prix ; les « monétaristes » accusent la mauvaise politique monétaire suivie par les autorités encore prisonnières du dogme de l'étalon-or durant les années 1920 ; les « keynésiens » considèrent pour leur part que cette crise provient de l'insuffisance de la « demande effective » réduisant l'incitation à investir après la période de forte croissance qui suivit la fin de la Première Guerre mondiale ; les marxistes, quant à eux, y voient une nouvelle conséquence des contradictions du capitalisme causant des crises récurrentes de plus en plus violentes au fur et à mesure de son développement, 1929 amplifiant celles observées durant le XIX^e siècle. Enfin, d'autres auteurs mettent en avant les transformations des structures de l'économie ou des institutions propres à cette période.

^[1] Voir dans ce même numéro l'article de Robert Boyer, p. 12 à 23.

Les mécanismes de la crise de 1929

La crise éclata le jeudi 24 octobre 1929 (dit le « jeudi noir »), quand s'amorça un mouvement de vente d'actions à la Bourse new-yorkaise de Wall Street. Jusqu'au « mardi noir » 29 octobre, trente millions de titres furent vendus, ce qui fit s'effondrer leur valeur en raison du petit nombre d'acheteurs, et ceci malgré l'intervention de grandes banques (comme la banque Morgan), sollicitées par les autorités économiques pour tenter d'enrayer cette baisse et de rassurer les épargnants². Ainsi, en trois semaines, l'indice Dow Jones, mesurant le cours moyen des principaux titres cotés, passa de l'indice 469 à 220 (faisant perdre 30 milliards de dollars aux détenteurs de ces titres), et poursuivit sa baisse jusqu'en 1931, pour tomber à l'indice 42.

La raison pour laquelle certains possesseurs d'actions se mirent à les vendre provient de la conjonction de plusieurs facteurs : d'abord le fait que, même si la valeur d'un titre augmente, son détenteur ne réalise une plus value boursière que le jour où il le revend, ce qu'il doit donc faire à un moment où à un autre ; ensuite, il se produisit une baisse du bénéfice distribué par action, provenant de la forte hausse de la valeur des titres qui avait eu lieu depuis le début des années 1920 dans le climat « d'euphorie » boursière qui régnait aux États-Unis (l'indice global des actions cotées avait plus que doublé entre 1926 et septembre 1929) ; enfin, le ralentissement de l'activité observé durant l'été avait rendu moins optimistes les agents bien informés, anticipant un plafonnement dans la valeur des titres et une amplification de la baisse des dividendes distribués aux actionnaires. À leurs yeux, l'heure de la revente des titres avait sonné.

Mais la « baisse appelle la baisse », car elle pousse les actionnaires qui observent le comportement des autres à vendre à leur tour « avant qu'il ne soit trop tard », suivant un « comportement moutonnier » décrit par Keynes, engendrant une panique que plus rien

n'arrête et qui conduit à l'effondrement des cours. L'effet « boule de neige » fut accentué par le fait que de nombreux « *brokers* » (agents de change) avaient emprunté pour acheter des titres : le montant de leurs emprunts était passé de 3,3 milliards de dollars fin 1926 à 8,5 milliards début octobre 1929³. Mais dès que le cours des titres commença à baisser, ils durent les revendre en catastrophe pour pouvoir rembourser leurs emprunts. Ainsi, la bulle « éclata » parce que plus personne n'anticipait la remontée de la valeur des titres à plus ou moins brève échéance, provoquant une baisse encore plus excessive que n'avait été la hausse.

La crise se propagea au reste de l'économie en raison des pertes de revenu et de patrimoine des actionnaires (dont de nombreux petits porteurs appartenant aux classes moyennes), qui réduisirent leurs dépenses, et dont certains ne purent rembourser leurs dettes. De nombreuses banques firent faillite en raison des retraits d'argent effectués par leurs clients, provoquant là aussi un effet de contagion au sein du système financier qui ne bénéficiait pas d'un soutien de la Banque centrale, ce qui eut pour effet de restreindre les crédits accordés à l'économie. Comme dans le même temps, les entreprises diminuèrent leurs investissements et les ménages leur consommation, la demande globale s'effondra, entraînant la baisse des prix, et donc celle des profits des entreprises, leur demande de machines, de matières premières et de travail. La montée du chômage provoqua la baisse des salaires nominaux distribués, ce qui accentua la récession.

Les effets de la crise

En raison de la contraction des échanges internationaux et du rapatriement des capitaux américains placés en Europe, la crise prit alors une dimension mondiale : pour une base 100 en 1913, l'indice de la production industrielle dans l'ensemble du monde passa de 153 en 1929 à 108 en 1932, et ne retrouva le niveau de 1929 qu'en 1935. Aux États-Unis,

[2] Voir Brasseul J. (2003), *Histoire des faits économiques, de la Grande Guerre au 11 septembre*, Paris, Armand Colin.

[3] Voir Nere J. (1973), *La crise de 1929*, Paris, Armand Colin.

égal à 181 en 1929, ce même indice tomba à 94 en 1932, remonta à partir de 1933 pour atteindre 186 en 1927 ; mais la rechute de 1938 ne permit pas aux États-Unis de dépasser le niveau de 1929 avant leur entrée en guerre⁴. Il en fut de même du revenu national américain : celui-ci passa de 63 milliards de dollars en 1919 à 87,3 en 1929, avant de chuter à moins de 40 milliards en 1933 ; en 1940 il n'était remonté qu'à 81,3 milliards⁵.

Les autres dimensions de la crise furent la baisse des prix, de l'emploi et des revenus. Pour une base 100 en 1913, l'indice des prix de gros passa de 141 en 1929 à 74 en 1932 aux États-Unis, de 627 à 405 en France, de 135 à 92 au Royaume-Uni et de 129 à 87 en Allemagne⁶ ; la baisse des prix agricoles fut encore plus prononcée, puisqu'elle fut d'environ 50 %, du même ordre de grandeur que celle du prix des principales matières premières. Le taux de chômage s'éleva à près de 25 % de la population active aux États-Unis en 1933 (soit environ 12,8 millions de personnes), à 15 % en Allemagne (6 millions de chômeurs), à plus de 13 % au Royaume-Uni et en France. Et si les taux de salaire horaires baissèrent moins que les prix, la diminution des heures travaillées réduisit le pouvoir d'achat des familles ouvrières. Parallèlement, le commerce international se contracta de 25 % en termes réels et des deux tiers en valeur compte tenu de la baisse des prix⁷. En ce qui concerne les produits alimentaires, la baisse du commerce mondial en volume entre 1929 et 1932 ne fut que d'un peu plus de 10 %, mais de près de 20 % pour les matières premières, et d'environ 40 % pour les produits manufacturés⁸.

Les explications libérales de la crise de 1929

Les approches dites libérales de la crise de 1929 ont en commun de considérer que cette crise est due à la remise en cause des mécanismes autorégulateurs d'une économie de marché concurrentielle, ou à des erreurs de

politiques économiques. Sans cela, cette crise ne se serait pas produite ou aurait été d'une ampleur comparable aux crises du passé qui se résorbèrent « spontanément ». C'est l'attitude, par exemple, de Lionel Robbins ou de Jacques Rueff dont les arguments illustrent la logique du raisonnement libéral⁹.

Ils mettent en avant le recul de l'économie concurrentielle et s'appuient sur l'observation des « rigidités » qui se sont développées dans les grands pays industriels depuis la fin du XIX^e siècle, aux États-Unis en particulier. En effet, à partir des années 1880 et jusqu'à la Première Guerre mondiale, l'extraordinaire accélération de l'industrialisation s'y effectua par l'intermédiaire de grandes entreprises concentrées (dans le domaine de l'acier avec Carnegie, du pétrole avec Rockefeller, de la banque avec Morgan, des chemins de fer avec Vanderbilt, de l'automobile avec Ford, du cinéma avec Edison...). Il s'agissait pour ces grandes firmes de limiter la concurrence par les prix, de se partager les marchés, de constituer des ententes empêchant l'arrivée de nouvelles firmes pouvant empiéter sur leur territoire. Parallèlement, le développement des organisations syndicales ouvrières et le vote de lois sociales permirent aux salariés d'obtenir des hausses de salaires, supportables par ces grandes firmes qui réalisaient d'importants gains de productivité.

Ainsi, les salaires cessèrent d'être « flexibles », ce qui est considéré comme néfaste par les économistes libéraux, surtout en période de difficulté. J. Rueff, dans l'introduction du livre de L. Robbins¹⁰ (5), considère que la liberté des prix et l'absence de dirigisme économique assurent « avec une grande précision les équilibres économiques » et que « il n'est aucun autre moyen de découvrir les goûts changeants des hommes ou de dresser la liste de leurs préférences ». Or, précise L. Robbins, alors que « le fondement du capitalisme d'avant-guerre était le marché libre (...), cette liberté a été de plus en plus restreinte après la guerre. La création de cartels dans l'industrie, la puissance de plus en plus

[4] Voir Brasseul J. (2003), *op. cit.*

[5] Voir Niveau J. et Crozet Y. (2000), *Histoire des faits économiques contemporains*, Paris, PUF.

[6] Voir Sauvy A. (1984), *Histoire économique de la France durant l'entre-deux-guerres*, 3 volumes, Paris, Économica.

[7] Voir Brasseul J. (2003), *op. cit.*

[8] Voir Niveau J. et Crozet Y. (2000), *Histoire des faits économiques contemporains*, Paris, PUF.

[9] Voir Robbins L. (1935), *La Grande dépression (1929-1934)*, Paris, Payot ; et Rueff J. (1934), « Pourquoi, malgré tout, je reste libéral », conférence du 8 mai 1934, dans X-Crise (1982), *De la récurrence des crises économiques*, Centre polytechnicien d'Études Économiques : son cinquantenaire, Paris, Économica.

[10] Robbins L. (1935), *op. cit.*

grande prise par les syndicats et la multiplicité des contrôles de l'État ont engendré une structure économique (...) bien moins à même que l'ancien système de s'adapter rapidement à des changements ». De plus, toujours selon Robbins, ce ne fut pas la demande de biens de consommations qui fit défaut, mais celle des biens de production. Il observe en effet que la demande de divers biens de consommation courants (le beurre, les fromages, l'essence, les vêtements...) continua de croître jusqu'en 1931, alors que la rigidité des salaires et la compression des profits provoqua une diminution des investissements. Pour éviter la crise, il aurait donc fallu « réduire les coûts salariaux (...) pour restaurer la marge de profit ». Dans certains pays comme l'Allemagne, les salaires auraient même continué à augmenter jusqu'en 1931^[11].

Le rôle de la création monétaire

Un certain nombre d'auteurs ont mis en avant les phénomènes monétaires. C'est le cas de Milton Friedman^[12]. Selon lui, si la crise a pris cette dimension alors qu'elle aurait pu n'être qu'une banale crise cyclique, c'est en raison d'une insuffisance de l'offre de monnaie provenant du fait que la Réserve fédérale américaine n'a pas suffisamment prêté aux banques commerciales quand celles-ci commencèrent à connaître des difficultés. Cela provoqua une brutale contraction de la masse monétaire aux États-Unis, de 45 milliards de dollars en 1929 à 32 milliards en 1933^[13].

D'autres ont insisté sur l'essor inconsidéré du crédit durant les années 1920. C'est le cas d'Irving Fisher, qui mit l'accent sur la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis à partir de 1925, entraînant un processus de surendettement dont une partie servit à acheter des titres et à alimenter la spéculation^[14]. C'est aussi la position de Charles P. Kindleberger^[15] qui attribue la responsabilité de la crise aux déséquilibres monétaires internationaux et à l'instabilité du crédit, d'abord excessif puis rationné, poussant dans un premier temps les entreprises à accroître leur production, puis

les obligeant à baisser les prix pour écouler leurs stocks en raison de la contraction de la demande.

Divers auteurs, dont le directeur actuel de la Banque centrale américaine Ben Bernanke^[16], accusent le système de l'étalon-or restauré après la guerre, qui aurait limité la création monétaire. Ce serait ainsi les pays ayant dévalué au début des années 1930 (le Royaume-Uni en 1931 et les États-Unis en 1933-1934) qui auraient pu les premiers commencer à sortir de la crise. Il dénonce également les dysfonctionnements du système financier, qui ébranlé par les faillites en chaîne, a rationné le crédit à partir de 1930. De même, en Europe, la crise s'est amplifiée à la suite des faillites bancaires de 1931 (celle de la plus grande banque autrichienne, le Kredit Anstalt, et celle de la banque allemande « Danat » – Darmstadter und National Bank –), conséquence du départ des capitaux étrangers, du paiement des réparations dues par l'Allemagne et du retrait des dépôts des particuliers^[17].

J. K. Galbraith^[18] accuse également la distribution inconsidérée de crédit source d'une « orgie spéculative », mais, il la relie à la nécessité de financer la consommation insuffisante, compte tenu des inégalités de revenus qui se creusèrent durant les années 1920. Ceci déplace l'analyse vers le problème de la demande solvable, et donc pose la question de la surproduction.

Une crise de surproduction

Dans une autre approche, la crise de 1929 provient de l'insuffisance des débouchés, problème structurel propre au capitalisme, mais amplifié par les phénomènes nouveaux spécifiques aux années 1920. Cette question avait été posée dès le début du XIX^e siècle par R. T. Malthus, dans ses *Principes d'économie politique* (1820), dans lesquels il mettait en avant le problème posé par le fait que les capitalistes ne peuvent vendre l'intégralité de leur production aux ouvriers en faisant un bénéfice, car les revenus salariaux ne génèrent

[11] Voir Nere J. (1973), *op. cit.*

[12] Friedman M. (1965), *The Great Contraction*, Princeton, Princeton University Press.

[13] Friedman M. et Schwartz A. (1971), *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.

[14] Voir Fisher I. (1983), *La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation*, Paris, Économica.

[15] Voir Kindleberger Ch. (1988), *La grande crise mondiale : 1929-1939*, Paris, Économica ; et Kindleberger Ch. (2005), *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*, Valor.

[16] Voir Bernanke B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.

[17] Voir Nere J. (1973), *op. cit.*

[18] Galbraith J. K. (1989), *La crise économique de 1929 : anatomie d'une catastrophe financière*, Paris, Payot.

qu'une demande inférieure aux coûts de production, alors que la demande globale doit nécessairement être supérieure au montant de ces coûts pour qu'un profit soit possible. Et si un capitaliste isolé capte une partie de la demande créée par un autre, celui-ci fera nécessairement des pertes. De plus, les profits réalisés par les capitalistes ne sont pas utilisés à acheter le type de biens de grande consommation qu'ils produisent. Pour que ce

système fonctionne, contrairement à ce que pensaient J. B. Say et D. Ricardo, il faut qu'il existe une « demande effective » (terme que reprendra Keynes) suffisamment élevée, ce qui nécessite qu'une partie de la production soit exportée vers d'autres pays ouvrant ainsi des « débouchés extérieurs ». Cette approche sera reprise sous des formes diverses par J. C. Simonde de Sismondi, (*Nouveaux principes d'économie politique*, 1827), et plus

↓ COMPLÉMENT

LA CRISE EN EUROPE : UNE CRISE IMPORTÉE ?

Partie des États-Unis, la crise se propage en Europe à travers deux canaux principaux : le retrait des capitaux Nord-américains et la contraction des échanges internationaux. L'Amérique avait en effet largement contribué à financer les Alliés durant la Première Guerre mondiale, puis plus particulièrement l'Allemagne aux prises avec l'hyperinflation des années 1923-1924, dont elle était sortie grâce à l'allègement des réparations dues aux vainqueurs, mais aussi au soutien financier apporté par les États-Unis. Ainsi, quand les Américains retirèrent leurs capitaux dès la fin de 1929, les banques allemandes et autrichiennes manquèrent de liquidité, diminuèrent leurs prêts aux entreprises, et la retentissante faillite de la plus grande banque autrichienne, la *Kredit Anstalt*, qui détenait 70 % des dépôts du pays, provoqua des effets en chaîne qui affectèrent profondément les économies des anciens empires centraux. Parallèlement, la récession aux États-Unis provoqua une diminution de leurs importations, alors qu'ils étaient devenus la première puissance économique du monde (représentant à eux seuls plus de 40 % de la

production et des importations de matières premières mondiales). Les difficultés du commerce extérieur européen sont aggravées par le tarif protectionniste « *Hawley-Smoot* » voté en juin 1930, qui augmente d'environ 30 % le montant des droits de douanes américains déjà élevés. Elles le seront aussi par la dévaluation d'environ 40 % du dollar par rapport à l'or, décidée par le président Roosevelt le 30 janvier 1934. La récession toucha le Royaume-Uni et l'Allemagne en 1930. On comptera respectivement dans ces deux pays plus de 3 millions et près de six millions de chômeurs en 1933. En France, le maximum de la crise – qui sera moins profonde car l'économie était moins engagée dans le capitalisme des grandes unités, et moins dépendants des capitaux extérieurs –, se produira en 1935, quand une reprise se fera sentir aux États-Unis et au Royaume-Uni, grâce aux mesures de relance et aux dévaluations. La reprise de la demande intérieure et extérieure dans ces pays montrera à nouveau le rôle central des débouchés dans l'entrée et la sortie de crise. Si les mécanismes de transmission de la crise américaine au Vieux continent sont bien identifiés, l'ampleur de leur responsabilité dans la crise européenne reste controversée.

Pierre Bezbakh

tard par Jean Lescure (*Des crises générales et périodiques de surproduction*, 1932).

L'explication régulationniste

Une explication plus récente est proposée par des auteurs français regroupés dans « l'École de la régulation » (Michel Aglietta, Robert Boyer, Jacques Mistral, Jacques Mazier...), qui met en avant le décalage entre deux types de régulation du capitalisme qui se sont succédé dans l'histoire : la « régulation concurrentielle » et la « régulation monopoliste ». Durant l'entre-deux-guerres, le premier type aurait encore dominé le régime de consommation en raison de pratiques restrictives en matière de rémunération salariale, limitant la croissance de la consommation, alors que l'organisation du système productif évoluait plus rapidement vers une production de masse émanant des grands groupes industriels fortement concentrés, faisant croître l'offre plus vite que la demande. Au XIX^e siècle, la surproduction se soldait par des baisses de prix en raison de la forte concurrence qui régnait sur la plupart des marchés, s'accompagnant d'une baisse des profits et des salaires. Après la Seconde Guerre mondiale, la rigidité des salaires et le flux régulier des dépenses publiques soutiendront la demande et permettront aux grandes entreprises de trouver suffisamment de débouchés pour pouvoir écouler leur production de masse et poursuivre leur croissance, au prix d'une légère inflation due à la croissance des coûts salariaux parfois plus importante que les gains de productivité. Mais en 1929, ce « régime de croisière » du capitalisme « monopoliste » n'avait pas encore été atteint, et le capitalisme aurait connu une crise du même type que les crises du XIX^e siècle, amplifiée par l'écart accru entre la production permise par l'importance des gains de productivité et la demande globale.

L'explication marxiste

Mais ce sont les penseurs d'inspiration marxiste, en particulier Rosa Luxemburg (*L'accumulation du capital*, 1913), qui ont poussé le plus loin le raisonnement sur ce terrain. L'analyse consiste à partir des schémas de la reproduction élargie élaborés par Marx, dans lesquels celui-ci décrit le processus d'accumulation du capital reposant sur la transformation d'une partie de la « plus-value » appropriée par les capitalistes, en nouveau capital productif. Or, selon R. Luxemburg, cela n'est pas possible sans une demande « extérieure » à la sphère capitaliste permettant à la totalité de la « plus-value » virtuelle incorporée dans les marchandises produites de se transformer en profit monétaire. En effet, alors que Marx raisonne en valeurs abstraites, R. Luxemburg met l'accent sur le fait que pour pouvoir acheter de nouvelles machines, des matières premières et payer leurs futurs salariés, les capitalistes doivent d'abord vendre les marchandises qu'ils ont produites, afin de récupérer le capital argent qu'ils ont engagé au préalable, et pour un montant supérieur à celui-ci. Si ce n'était pas le cas, ils ne pourraient faire de profit, rémunérer les apporteurs de capitaux et poursuivre l'accumulation du capital. Mais la demande émanant des salariés est insuffisante car elle provient des salaires distribués, qui ne représentent qu'une partie de la valeur de la production. Dans le meilleur des cas, si tous les salariés achetaient ce qu'ils ont produit, les capitalistes pourraient certes vendre leur production, mais sans profit ! Et si certaines entreprises vendent leurs produits à des salariés d'autres entreprises (comme c'est bien sûr généralement le cas), ce sont ces entreprises qui ne pourront écouler leur production. On retrouve ici, dans une problématique marxienne, le raisonnement de Malthus.

Ces nouveaux débouchés nécessaires pour que le capitalisme puisse exister et se développer, peuvent provenir de l'environnement immédiat non capitaliste présent dans

les pays où le capitalisme se développe (artisanat, paysannerie...), de « débouchés extérieurs » à ces pays (colonies ou pays indépendants « moins avancés »...), ou encore d'une création monétaire aléatoire (découverte de mines d'or) ou volontaire (politique monétaire expansionniste des États) augmentant la demande intérieure.

Dans le cas de la crise de 1929, même si la demande de certains biens de première nécessité a continué à augmenter comme évoqué plus haut, cela ne signifiait pas que la demande globale ait été suffisante pour maintenir le rythme de l'accumulation du capital. Surtout, le fait qu'un ralentissement du crédit ait provoqué la crise montrerait bien que la croissance continue de celui-ci est nécessaire pour écouler les marchandises et garantir le profit des capitalistes, le montant des crédits devant croître en proportion de l'écart entre la valeur globale de la production et la masse des salaires distribués. Or, durant les années 1920, la hausse des salaires fut inférieure aux gains de productivité, ce qui accrut donc cet écart : entre 1925 et 1929, la production augmenta de 3,6 % aux États-Unis et de 3,1 % au Royaume-Uni, contre environ 1,4 % pour les salaires ; en France, les salaires réels stagnèrent durant les années 1920, du fait de la hausse des prix, alors que la productivité réelle dans l'industrie s'accroissait de 6 %¹⁹. Cela rendit l'économie encore plus dépendante du crédit. Mais celui-ci contribua à alimenter la spéculation au lieu d'accroître dans des proportions suffisantes la demande solvable. Ainsi, quand le krach boursier provoqua un blocage du financement de l'économie réelle, la crise de surproduction serait apparue au grand jour, et expliquerait l'origine et l'ampleur de la récession.

L'approche keynésienne et ses limites

Cette analyse dépasse celle de John Maynard Keynes (*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936), qui attribue

1. L'indice Dow-Jones de 1929 à 1935



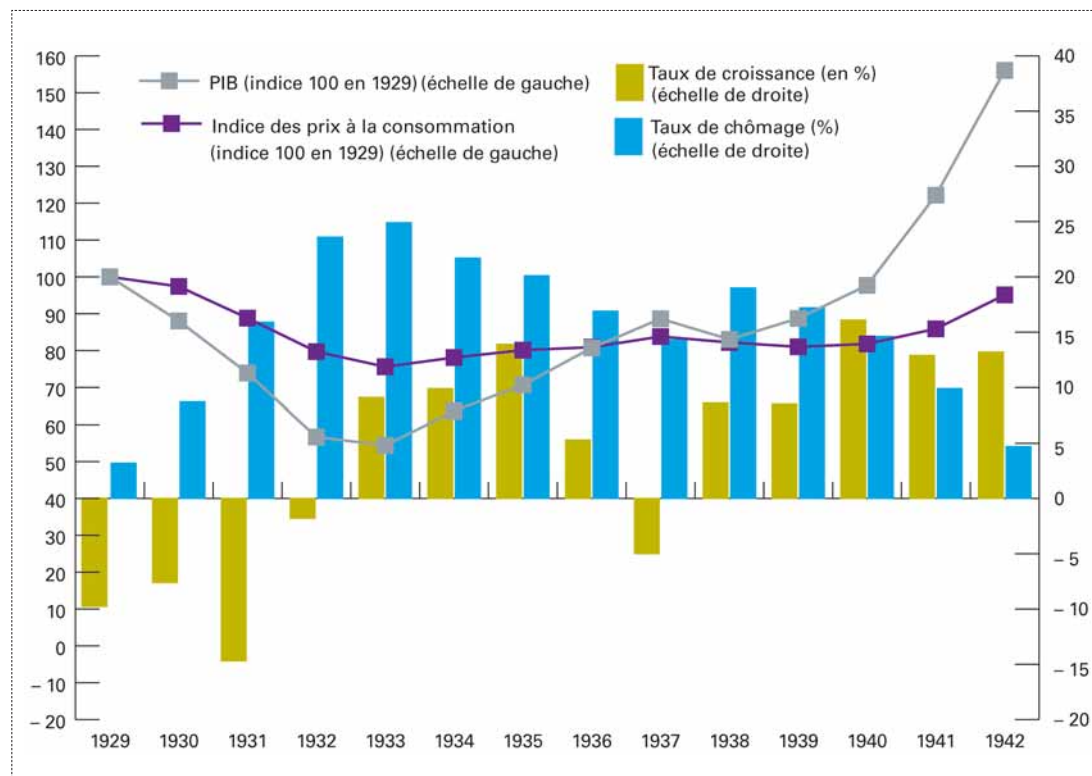
Source : <http://www.lowrisk.com>

à l'insuffisance de la « demande effective » l'apparition de crises de sous-emploi.

Si le rôle de la demande deviendra central dans son analyse, son explication de la crise de 1929 resta peu originale : au début des années 1930, il se contenta (pour des raisons opposées à celles des monétaristes), de critiquer les politiques monétaires menées au Royaume-Uni et aux États-Unis (« la longue période d'argent cher qui a précédé l'effondrement boursier »). On peut en effet observer que si les taux d'intérêt nominaux à long terme avaient baissé depuis le début des années 1920, il n'en était pas de même des taux de court terme depuis 1924, et que la Fed avait augmenté son taux de base en août 1929. De plus, Keynes considère que ce n'est pas le taux d'intérêt en lui-même qui importe, mais sa comparaison avec le « taux d'efficacité marginale du capital » (sorte de rentabilité anticipée du capital), variable décisive dans la décision d'investir et donc dans le soutien de l'activité. Il dénonça également le rôle de la spéculation financière, qui détourne une partie de l'épargne de l'investissement, limitant la croissance de la « demande effective » qu'il ne définira que dans la *Théorie générale*. Mais il n'avait pas senti venir l'importance de la crise, spéculant lui-même sur les marchés financiers, ce qui lui fera perdre des sommes importantes. Par la suite, il critiqua la timidité des politiques budgétaires des

^[19] Voir Sauvy A. (1984), *Histoire économique de la France durant l'entre-deux-guerres*, 3 volumes, Paris, Économica ; et voir Léon P. (1977), *Histoire économique et sociale du monde*, Tome V (guerres et crises, 1914-1947), Paris, Armand Colin.

2. Les effets de la crise aux États-Unis



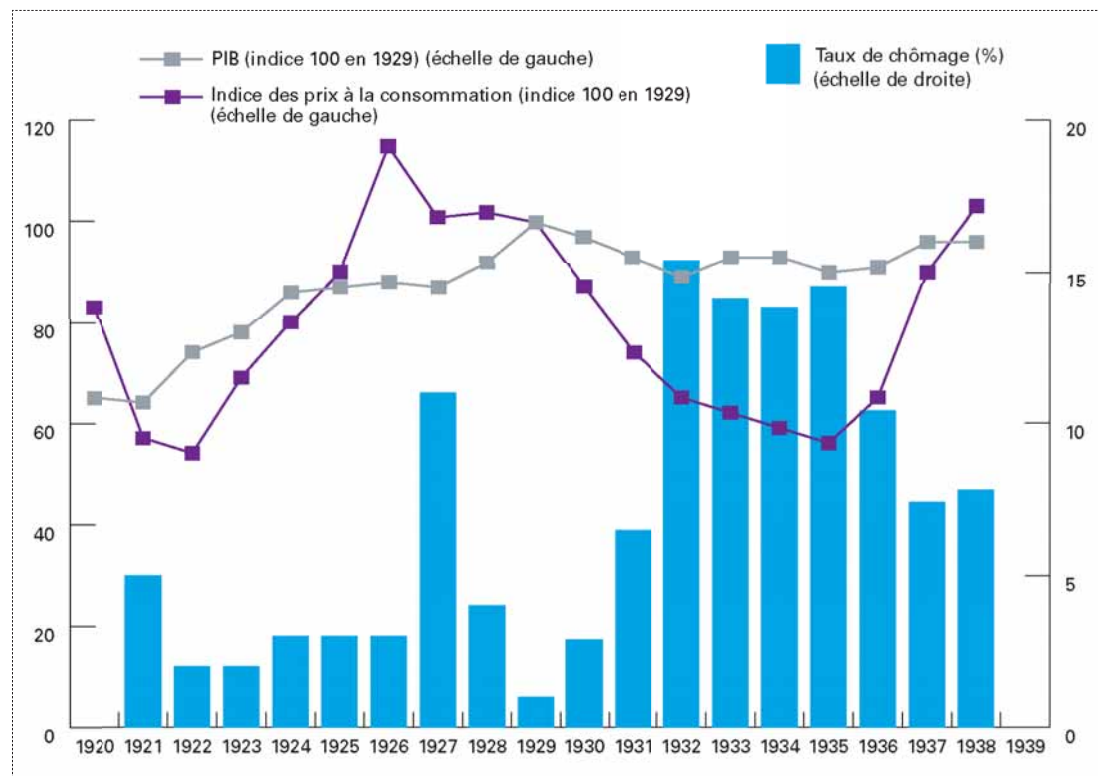
années 1930 et s'opposa à ceux qui voulaient baisser les salaires pour restaurer les profits des entreprises. Mais il ne proposa pas une relance par la hausse des salaires (qui augmenterait les coûts de production), ni une transformation du capitalisme : selon lui, ces crises proviennent du fait que toute l'épargne (dont la part dans le revenu tend à augmenter en raison de la baisse de la « propension marginale à consommer ») ne se transforme pas en investissement, car « l'efficacité marginale du capital » risque en permanence d'être trop faible pour susciter un flux d'investissement assurant le plein-emploi. Aussi, pour que celui-ci soit atteint, il faut que l'État mène une politique monétaire expansionniste (pour faire baisser les taux d'intérêt), mais aussi et surtout assure un montant de dépense augmentant la demande anticipée des entrepreneurs et donc leur demande de travail. La

spécificité de Keynes réside donc dans ce nouveau rôle attribué à l'État, qui se généralisera après la Seconde Guerre mondiale.

Pour les Keynésiens, c'est justement le recul du rôle des États depuis les années 1980, avec les privatisations, les déréglementations et la « globalisation », qui expliquerait la crise que nous traversons. Et, depuis 2007, ce sont les dépenses effectuées par les puissances publiques afin de lutter contre les effets de la crise financière qui auraient permis d'éviter « le retour de la crise de 1929 ». Mais cela a déplacé la crise vers les finances publiques.

Il en résulte une nouvelle controverse reprenant à bien des égards le débat que l'on vient d'évoquer. Pour lutter contre le surendettement des États, faut-il mener des politiques « de rigueur » visant à réduire les dépenses publiques, comme le proposent les

3. Les effets de la crise en France



« libéraux » ? Ces politiques ne risquent-elles pas de provoquer ou d'aggraver la récession, et donc de réduire les rentrées fiscales comme le redoutent les Keynésiens ? Faut-il augmenter les dépenses, mais en les ciblant vers les secteurs « entraînants » comme le suggèrent certains « néokeynésiens » ? Faut-il s'attaquer aux marchés financiers et relancer la consommation salariale comme le proposent des « post-marxistes » ?

La gravité de la situation actuelle, l'absence de solution claire et les points communs avec la crise de 1929 ne peuvent qu'inciter à s'intéresser aux causes et conséquences de celle-ci. L'exemple de la Grande Dépression montre, au-delà des polémiques, qu'une politique monétaire restrictive peut mener à la catastrophe économique et à la montée du chômage, risquant de déboucher sur des solutions brutales incontrôlées.

POUR EN SAVOIR PLUS

- ❖ **BASLÉ M., MAZIER J. et VIDAL J.-F.** (1984), *Quand les crises durent*, Paris, Économica.
 - ❖ **BLANCHARD O. et COHEN D.** (2001), *Macroéconomie*, Paris, Pearson Education France.
 - ❖ **BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS** (1986), *The National Income and Product Accounts of the United States, 1929-82: Statistical Tables*, Washington, U.S. Government Printing Office.
 - ❖ **BUREAU OF THE CENSUS** (1997), *Historical statistics of the United States: colonial times to 1970*, Cambridge, New York, Cambridge University Press.
 - ❖ **BOYER R. et MISTRAL J.** (1983), *Accumulation, inflation, crises*, Paris, PUF.
 - ❖ **BOYER R.** (1986), *La théorie de la régulation : une analyse critique*, Paris, La Découverte.
 - ❖ **BRUNI M. et TAIEB J.** (2008), *Les grandes crises (1873, 1929, 1973)*, Paris, Armand Colin.
 - ❖ **CLAVIN P.** (2000), *The Great Depression in Europe, 1929-1939*, Londres, Macmillan Press.
 - ❖ **GAZIER B.** (1985), *La crise de 1929*, Paris, PUF.
 - ❖ **GIGON F.** (1976), *Jeudi noir (le jour du grand Krach de 1929)*, Paris, Robert Laffont.
 - ❖ **HEFFER J.** (1991), *La Grande Dépression : les États-Unis en crise (1929-1933)*, Paris, Gallimard/Julliard.
 - ❖ **JOSHUA I.** (2006), *Une trajectoire du capitalisme. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie*, Paris, Syllepse.
 - ❖ **LESCURE J.** (1938), *Des crises générales et périodiques de surproduction*, Paris, Domat-Montchrestien.
 - ❖ **MADDISON A.** (1981), *Les phases du développement capitaliste*, Paris, Économica.
 - ❖ **PETZINA D.** (1986), *Unemployment and the Great Depression in Weimar Germany*, Londres, Macmillan Press.
 - ❖ **ROSIER B.** (1987), *Les théories des crises économiques*, Paris, La Découverte.
 - ❖ **ROY M.** (1969), *1929 : la Grande crise*, Paris, Denoël.
 - ❖ **SAINT-ÉTIENNE C.** (1984), *The Great Depression: 1929-1938: Lessons for the 1980s*, Stanford, Hoover Institution Press Stanford University.
 - ❖ **SIMIAND F.** (1932), *Les fluctuations économiques à longue période et la crise mondiale*, Félix Alcan.
-

Le premier choc pétrolier, survenu en 1973, marque un tournant dans le rythme de croissance des économies avancées. Alors que l'Europe occidentale voyait progresser son produit intérieur brut de presque 5 % chaque année entre 1950 et 1973, ce rythme ne sera plus que d'environ 2 % entre 1974 et 1998. Par rapport aux autres crises de l'époque capitaliste, celle des années 1970 est atypique à plusieurs égards : si l'on observe bien une montée du chômage, mis à part quelques récessions ponctuelles, la production ralentit mais continue de croître tandis que le commerce international poursuit son essor et que l'inflation progresse.

Michel-Pierre Chélini fait le point sur cette configuration inédite identifiée par le terme de « stagflation ». Il montre que si l'économie mondiale dans son ensemble est concernée par la césure de 1973-1974, celle-ci reste imperceptible en Asie.

Problèmes économiques

La crise des années 1970 : une crise atypique ?

© MICHEL-PIERRE CHÉLINI

Professeur d'histoire économique contemporaine
à l'université d'Artois

À l'été 1973, l'économie mondiale, avec une croissance annuelle de 6,6 %, semble bien se porter. Depuis 1945, aucune crise majeure n'a secoué la planète, malgré des récessions ponctuelles – le PIB recule de 0,3 % en 1967 en République fédérale d'Allemagne (RFA). L'année 1974, en revanche, n'est pas bonne : le PIB ne croît plus que de 2,3 % pour la planète et 2,1 % pour l'Europe occidentale. Le principal événement est le « choc pétrolier » consécutif à la guerre israélo-arabe du Kippour d'octobre 1973. Pour l'Europe occidentale, il

s'agit d'une rupture durable : 4,8 % de croissance annuelle de 1950 à 1973 cèdent la place à 2,1 % entre 1974 et 1998. Pour l'ensemble de la planète, le ralentissement est également observable : 4,9 % (1950-1973) puis 3 % (1974-1998). La césure est toutefois invisible pour l'Asie : 5,1 % de 1950 à 1973 et 5,4 % de 1974 à 1998. Il y a donc bien une crise mais elle n'est pas homogène.

On peut définir la crise¹ comme une manifestation brusque et intense de déséquilibre général de court terme. La crise marque généralement une rupture, prélude à un changement significatif. Elle est à distinguer d'une période durable de difficultés (dépression) et d'une crise ponctuelle pour un secteur ou un espace précis. Chaque crise économique offre des caractéristiques spécifiques : le choc initial, les structures économiques ou le

^[1] Le mot crise vient du grec *crisis* : jugement.

leadership sont différents. En 1973, la crise emblématique est celle de 1929² et l'idée commune est que tout doit être tenté pour empêcher son retour. À partir de 1945-1950, la plupart des États de l'OCDE interviennent sensiblement dans l'économie (politiques keynésiennes) : régulation de la conjoncture (plans de relance), politiques sociales. Les vingt-cinq ans de forte croissance jusqu'en 1973 donnent l'impression d'une fin des cycles, voire d'une fin des crises.

Il convient d'abord de définir les contours de la crise des années 1970, son déclenchement, sa propagation et ses modalités (inflation, chômage). Pourquoi, par exemple, le commerce international, non seulement ne s'effondre pas dans les années 1970, mais poursuit une croissance soutenue ? Pourquoi certains ensembles comme l'Europe connaissent un ralentissement marqué de la croissance qui dure encore aujourd'hui, alors que d'autres comme l'Asie maritime connaissent une accélération économique sans précédent ? Les rythmes de croissance, laborieux chez les uns et rapides chez les autres, sont-ils rattachés par un lien de causalité ?

Le signal : le ralentissement de la croissance

La croissance³ peut se définir quantitativement comme l'augmentation soutenue, à long terme, de la quantité de biens et de services produits par une économie et qualitativement comme une amélioration du bien-être (un travail moins pénible ou mieux rémunéré, de meilleurs équipements, moins de pollution, etc.). Elle n'est homogène ni dans le temps ni dans l'espace et révèle des secteurs et des espaces leaders.

On peut constater dans le tableau 1 que la croissance connaît des cycles et que la « crise » des années 1970 forme charnière dans un mouvement de longue période. Au second vingtième siècle, deux périodes d'environ vingt-cinq ans chacune s'opposent : de 1950 à 1973, la croissance mondiale approche 5 % par an, de 1974 à 1998, elle rétrograde à 3 %. Les sous-ensembles planétaires se distinguent dans leur évolution : l'Europe occidentale voit son rythme divisé par plus de deux (4,9 % puis 2,1 %), États-Unis et anciens dominions britanniques (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande) présentent des données moins contrastées

[2] Voir dans ce même numéro l'article de Pierre Bezbakh, p. 39 à 48.

[3] On mesure la croissance par celle du produit intérieur brut (PIB), qui est la somme des valeurs ajoutées brutes des branches, majorée de la TVA et des droits de douane. Sa signification se réduit lorsque l'économie est partiellement non-monnaire, informelle ou parallèle. Son calcul dépend aussi des taux de change et nécessite des conversions en dollars constants, améliorées depuis les années 1990 par la « parité des pouvoirs d'achat », PPA, mesure du pouvoir d'achat d'une monnaie pour un « panier » de biens et services, « panier » différent d'un pays à l'autre.

1. Évolution annuelle du PIB réel au second XX^e siècle (1950-1998) (en %)

	1950-1973	1974-1998
Monde	4,9	3
Europe occidentale	4,8	2,1
Europe de l'Est	4,8	0,7
Ex-URSS	4,8	- 1,1
USA/Canada/Australie/Nouvelle-Zélande	4	3
Amérique latine	5,3	3
Japon	9,3	3
Chine	5	6,8
Inde	3,5	5
Asie sans Japon	5,1	5,4
Afrique	4,4	2,7

Source : Maddison A. (2001), *L'économie mondiale, une perspective millénaire*, Paris, OCDE, p. 281.

(4 % puis 3 %), l'Amérique latine (5,3 % puis 3 %) ou l'Afrique (4,4 % puis 2,7 %) se situant entre les deux. La croissance japonaise diminue plus fortement (9,3 % puis 3 %). L'URSS et l'Europe de l'Est connaissent une crise de transition, surtout après 1989. L'Asie sans le Japon offre au contraire une croissance plus rapide après 1974 (5,1 puis 5,4 %), ce que confirment les données de la Chine (5 % puis 6,8 %) ou de l'Inde (3,5 % puis 5 %).

Si l'on descend dans le détail des années 1970 pour l'OCDE, les perspectives sont un peu différentes. On peut distinguer trois phases : une période préparatoire entre 1968 et 1973, où la croissance se tasse légèrement (autour de 4 %) et l'inflation semble augmenter, une période proprement critique entre 1973-74 et 1982-83 accompagnée de deux « chocs pétroliers » (ralentissement très net de la croissance, haute inflation, progression tendancielle du chômage) et une période de sortie de crise entre 1983 et 1990 environ (décélération

inflationniste, poursuite de la hausse du chômage, reprise inégale de la croissance), les années 1990 formant un autre cycle.

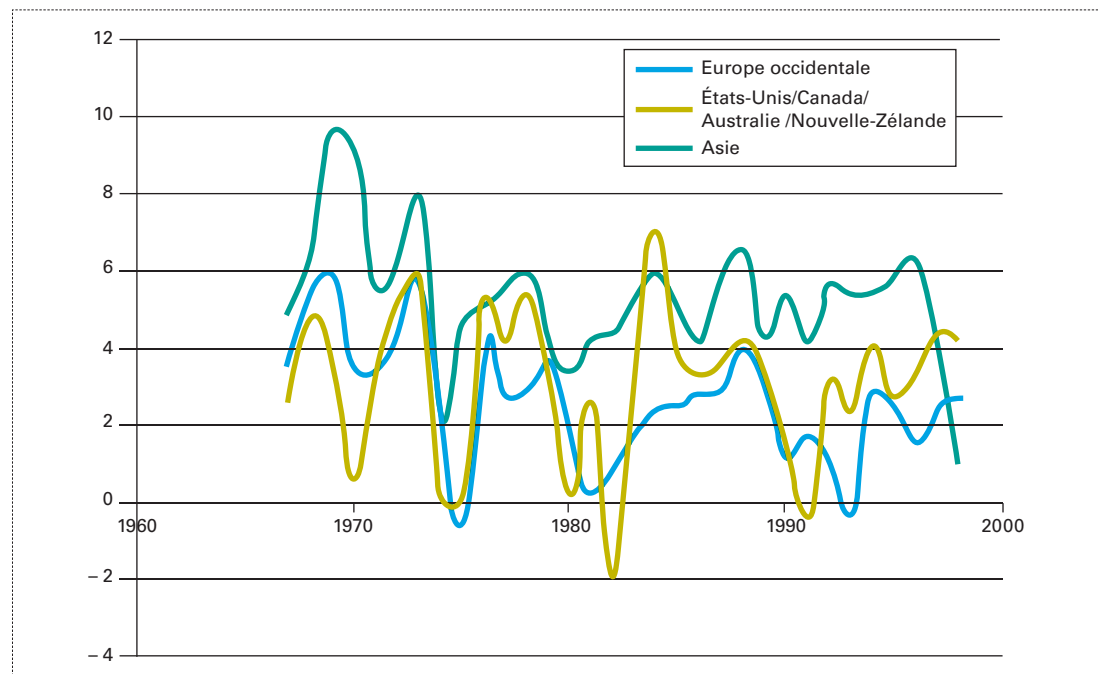
2. Hausse annuelle du PIB réel et des prix à la consommation dans l'OCDE

	PIB réel	Prix
1974-75	0,3	12,3
1976-80	3,4	9,6
1981-82	0,7	9
1983-89	3,6	4,1

Source : OCDE, base de données.

En dehors du ralentissement du PIB, inflation et chômage sont les principaux signes de la crise. Un chômage de masse qui semblait oublié depuis 1941-1945, réapparaît brutalement et durablement, notamment dans les secteurs et les espaces fortement utilisateurs de main-d'œuvre peu qualifiée. L'OCDE passe d'un chômage globalement « frictionnel »

1. Évolution du PIB réel annuel de 1967 à 1998 (en %)



Source : Maddison A. (2001), *L'économie mondiale, une perspective millénaire*, Paris, OCDE, p. 281.

3. Taux de chômage dans l'OCDE 1960-1989 (en %)

	1960	1974	1979	1983	1989
OCDE	3,4	3,9	5,4	8,5	6,4
États-Unis	5,4	5,5	5,8	9,5	5,2
CEE	2,4	2,9	5,9	10,2	9,2

Source : OCDE, base de données

dans les années 1960 (3 à 4 %) à un chômage plus nettement structurel dans les années 1970 (5-6 %) et 1980 (8 % puis 6 %). Les clivages le concernant sont nettement plus forts que pour le PIB. Dans certaines régions ou dans certains secteurs, le chômage reste faible (Allemagne du Sud), dans d'autres (Andalousie) il atteint rapidement 20 % des actifs.

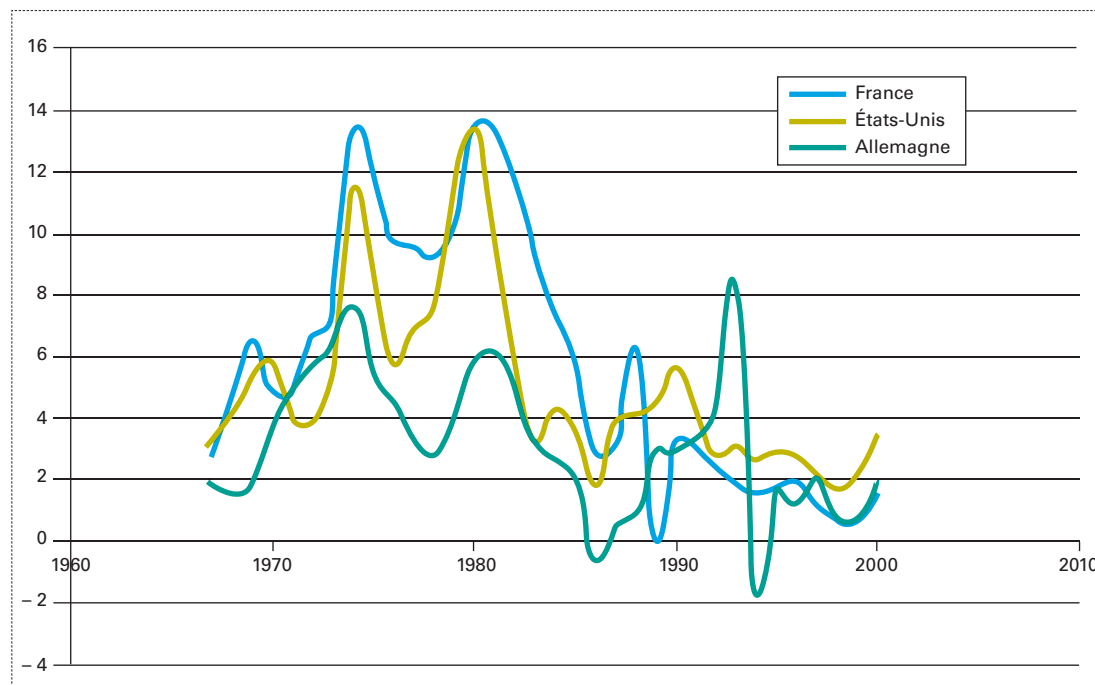
Les prix connaissent une évolution totalement contrastée : après une véritable flambée entre 1973-1974 et 1984-1986 (12 % en 1974-1975, 9 % entre 1976 et 1982), on observe une

décroissance très nette (4 % de 1983 à 1989). Il s'agit de la troisième phase d'inflation mondiale significative du siècle après les périodes qui entourent la Première et la Seconde guerres mondiales (1914-1926 puis 1936-1952). Cette forte inflation remet en question l'analyse dite de Phillips⁴ sur l'évolution opposée du chômage et de la hausse des prix.

Parmi les effets collectifs, on peut signaler l'accroissement mécanique des dettes publiques. En France, elle passe de 13 % du PIB en 1974 à 35 % en 1990.

[4] En 1958, le Néo-Zélandais Alban W. Phillips publie un article célèbre établissant une relation empirique décroissante entre le taux de chômage et l'évolution des salaires nominaux : plus le chômage augmente, moins le salaire progresse, selon une relation non linéaire. Kaldor, Lipsey, Samuelson et Solow substituent le taux d'inflation au taux de salaire, créant une seconde courbe de Phillips, plus controversée et moins solide, reliant le chômage à l'inflation.

2. Taux d'inflation annuel (en %)



Source : INSEE, US Census Bureau, Statistisches Bundesamt, séries en ligne.

Des causes complexes et inégalement cumulées selon les pays

Comment expliquer ce ralentissement ? Le risque est de voir dans toute évolution une cause possible. Les facteurs sociologiques, culturels et politiques doivent être examinés sous l'angle de leur traduction économique : la contestation étudiante, syndicale, civique freine-t-elle la croissance ? La relation est plutôt inverse : la croissance permet cette contestation, le ralentissement de la croissance freine la contestation.

Des facteurs externes : matières premières, monnaie et inflation

Au quatrième trimestre 1973, à l'occasion de la guerre du Kippour, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) multiplie par quatre le prix du pétrole^[5]. Pour les entreprises, les administrations et les ménages, les coûts de chauffage, de production et de transport augmentent, pour les États, la balance commerciale est déséquilibrée^[6]. L'époque de l'énergie à bas coût est révolue. Un second choc pétrolier se produit en 1979-1980^[7] à la suite de la révolution en Iran (février 1979) et de la guerre Iran-Irak (été 1980). L'explication « pétrolière » est évidemment très insuffisante, puisqu'en 1986, le prix du baril revient au niveau de 1972-1973 et que la croissance ne retrouve pas pour autant le rythme d'avant 1973 dans les pays de l'OCDE.

Des composantes monétaires, moins spectaculaires, interviennent aussi. À partir de 1967-1968, la tendance mondiale des prix, plutôt à la décélération depuis 1952, reprend lentement le chemin de la hausse, notamment en raison du financement de la guerre du Vietnam. L'inflation américaine étant légèrement supérieure à celle d'autres pays à devises fortes comme le deutchemark, la valeur externe du dollar est menacée. En 1971, Le président Richard Nixon suspend sa convertibilité-or. Le billet vert est dévalué

ensuite deux fois et, en mars 1973, les taux de change entre les monnaies mondiales deviennent « flottants ». Le système monétaire de Bretton Woods s'effondre, ouvrant une période d'incertitude momentanée pour le commerce mondial.

Des facteurs internes structurels : marché et État, un reclassement des rapports

Keynésiens et marxistes sont désorientés par la persistance de la crise qui s'étend aussi à la pensée économique.

Les économistes libéraux, dont le chef de file est Milton Friedman, évoquent la crise du modèle keynésien. Les politiques conjoncturelles, qui prétendaient accompagner favorablement la croissance, sont rendues inefficaces par les « anticipations rationnelles » des agents économiques, qui adaptent leurs comportements en fonction de l'action publique. Elles sont dommageables pour l'économie, créant des biais et des blocages, par exemple celui du marché du travail : la politique sociale augmente le coût du travail (assurances sociales, salaire minimum), rend le marché rigide (freins au licenciement), diminue le volume de l'offre (chômage volontaire des bénéficiaires d'aides sociales). L'abondance monétaire des années 1960 et les rigidités générées par l'État expliquent aussi la poussée inflationniste.

Les théoriciens de la régulation postulent plutôt la crise du modèle fordiste, dominant depuis 1945^[8] et fondé sur un lien étroit entre salaires et productivité du travail. La saturation de certains marchés (automobile), la croissance des services, l'augmentation de la pression fiscale mettent à mal le système fordiste, où la hausse des coûts (salaires) est plus rapide que celle de la productivité du travail, obligeant les entreprises à arbitrer entre comprimer leurs marges, élever leurs prix de vente ou licencier.

D'autres analyses, d'inspiration schumpétérienne invoquent la transition laborieuse entre la deuxième révolution industrielle

^[5] Le baril (159 litres) de référence, l'*Arabian light*, passe de 3,6 dollars en moyenne 1972 à 11,65 dollars en décembre 1973. Déjà en 1971, les pays de l'OPEP avaient imposé une première hausse.

^[6] On estime le transfert à environ 1,5 % du PIB annuel de l'OCDE vers l'OPEP en 1974-1975.

^[7] Le baril passe de 13 dollars en 1978 à 30 dollars en 1980.

^[8] Production de masse rendue possible par l'organisation scientifique du travail et la consommation de masse (salaires croissants). L'État garantit le consensus.

dont les marchés (acier, automobile, électroménager) approchent de la saturation et la troisième, où les produits ne sont pas encore fabriqués en série (informatique). Les facteurs sociologiques sont difficiles à évaluer en termes de PIB ou d'inflation. La contestation de « l'autorité » dans les années 1960-70, celle des parents, des enseignants ou des patrons, n'a pas véritablement affaibli le pouvoir dans l'entreprise et, dans les années 80, les syndicats sont plutôt en mauvaise posture face au management.

Une évolution géographique des pays leaders ne doit pas être négligée. Le leadership américain est ébranlé, mais la percée des nouveaux pays industrialisés (NPI) (Corée du Sud, Singapour) dans ces années 1970-1980 s'appuie plus sur les États-Unis qu'elle ne s'y oppose. De même, la Chine développe fortement ses relations commerciales et financières avec les États-Unis dans les années 1990.

Un impact atténué par des politiques mixtes

L'échec des relances keynésiennes en économie ouverte

À la différence des années 1930-1935, il n'y a pas d'effondrement économique généralisé : la croissance du PIB ne fait que ralentir, les prix au lieu de reculer, montent rapidement et le chômage tend à s'accroître sans revenir en dessous d'un certain seuil. Surtout,

le commerce mondial poursuit sa course en avant, à un rythme soutenu.

Les États et les instances économiques agissent en effet dans le sens d'un amortissement. Les leçons de la crise de 1929 semblent avoir été retenues. Les États se concertent avec la naissance en 1973 du G5 qui regroupe les cinq premières puissances économiques du monde libéral. Le processus de désarmement douanier, enclenché avec le GATT⁹ en 1947, se poursuit avec le *Tokyo Round* (1973-1979) qui prolonge l'abaissement des taxes douanières et réduit les tentations protectionnistes, s'opposant aux tarifs prohibitifs des années 1930-1932. Le commerce mondial ralentit, passant de 8 % de croissance annuelle en 1950-1973 à 5 % de 1974 à 1998, mais poursuit son expansion.

En interne, les pays industrialisés soutiennent leur demande intérieure en acceptant des déficits budgétaires à partir de 1974-1975. La hausse des prix, conjuguée à la stagnation économique, définit un paysage de « stagflation » pour les années 1975-1979. Les chômeurs bénéficient d'indemnités proches de leur ancien revenu, ce qui maintient le pouvoir d'achat. Plusieurs programmes d'investissement public, civils ou militaires, sont poursuivis. Certains États s'enhardissent à des politiques de relance (France, 1975 et 1981, États-Unis de Carter) vouées à l'échec en économie ouverte : le pouvoir d'achat injecté dans l'économie intérieure augmente les importations et non la production nationale.

^[9] Le *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT), accord général sur les tarifs douaniers et le commerce, est un accord multilatéral de libre-échange conclu en 1947, pour réduire les taxes douanières et les barrières non tarifaires entre les pays. Après plusieurs cycles de négociation (par exemple *Kennedy Round*, 1964-67), il a cédé la place à l'Organisation mondiale du commerce en 1994.

4. Exportations et production mondiale. Prix en dollars constants 1990

Croissance moyenne annuelle	PIB mondial	Exportations mondiales		Exportations /PIB mondial (%)
	% (annuel)	% (annuel)		
1870-1913	2,1	3,4	1870	4,6
1913-1950	1,9	0,9	1913	7,9
1950-1973	4,9	7,9	1950	5,5
1973-1998	3,0	5,1	1973	10,5
			1998	17,2

Source : Maddison A. (2001), *L'économie mondiale, une perspective millénaire*, Paris, OCDE, p. 134, table 3.1a, p. 135, 3.2a et b, p. 380- 381, tables F4 et F5.

Si les pays les plus pragmatiques et soudés sur le plan sociopolitique (État, patronat, syndicat) adoptent rapidement des stratégies de maîtrise de l'inflation (RFA, Europe du Nord), les États moins cohésifs tardent à le faire (France) ou s'y adonnent de manière plus brutale (Royaume-Uni de Margaret Thatcher en 1979).

Un dernier élément doit être relevé : le transfert de richesses à destination des pays de l'OPEP se retrouve sous forme de placements dans le système financier de l'OCDE (les pétrodollars). Une autre partie de cet argent est dépensée en achats de biens d'équipement. Les espaces non-pétroliers et peu industriels comme l'Afrique subsaharienne à l'époque, souffrent en revanche d'une absence de ces recyclages financiers et d'un déficit commercial croissant.

La montée du paradigme néolibéral et ses limites

L'année 1979 annonce un tournant avec l'élection de Margaret Thatcher et la nomination de Paul Volcker comme directeur du Federal Reserve System américain. Pour contrôler l'inflation et stabiliser la monnaie, le Chili, sous la dictature d'Augusto Pinochet, décide dès 1974, et sur les recommandations de l'Université de Chicago^[10], de baisser les dépenses publiques jusqu'à l'équilibre, et de privatiser plusieurs secteurs économiques. Alors que l'économie mondiale est en crise, l'économie chilienne finit par retrouver la croissance, augmente ses exportations et attire les investisseurs étrangers. Après un ralentissement (1982-1985), l'État reprend ses investissements et poursuit les privatisations. L'intégration au marché mondial semble réussie mais s'accompagne d'une certaine ouverture du champ des inégalités.

Les résultats médiocres des politiques keynésiennes^[11] augmentent en contrepartie l'aura des néo-libéraux. Le paradigme libéral repose sur l'idée qu'une intervention trop soutenue de l'État est devenue inefficace en raison de la contrainte extérieure et du poids des

prélèvements obligatoires, entraînant rigidités, déficit budgétaire cumulé et inflation. Les syndicats aggravent la crise par leurs revendications salariales « excessives » et contribuent, avec l'État, à faire reculer l'initiative privée.

Le premier outil de la reprise en main est le contrôle de la masse monétaire : Paul Volcker relève les taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine, ce qui a pour effet de faire remonter le cours du dollar. Entre 1979 et 1983, toute l'OCDE se convertit à l'idée de freiner l'inflation par tous les moyens^[12]. Un second ralentissement intervient, en parallèle au « second choc pétrolier ». L'augmentation du prix du dollar provoque celui de la dette libellée en dollars, frappant durement les pays en développement, et certains pays de l'Est fortement endettés comme la Pologne. À partir de 1984, l'inflation recule et en 1986-1988, elle s'efface devant un *trend* mondial d'environ 2 à 3 % par an, toujours actuel. L'encadrement monétaire est réduit d'autant.

Un second outil est le désengagement progressif de l'État. En 1978, le président américain, Jimmy Carter, suivi ensuite par Ronald Reagan (1980-1988), lance la « déréglementation », supprimant les agences fédérales et les règlements d'encadrement pour de nombreux marchés (banques, transports). D'autres pays, où l'État avait nationalisé de nombreux secteurs en 1945, pratiquent une intense politique de privatisations comme Margaret Thatcher au Royaume-Uni. La France suit le mouvement mais pas la RFA, où les entreprises commerciales d'État sont rares. En parallèle, une réduction de la pression fiscale est partout consentie à l'endroit des entreprises pour les inciter à innover et investir.

En Amérique latine, le modèle chilien/américain se propage dans les années 1980 avec le retour de la démocratie (Argentine, Brésil etc.)

Pour l'Europe de l'Est et l'URSS, qui semblaient étanches à la « crise capitaliste », les années 1980 sont décisives et la croissance semble avoir disparu ou fortement ralenti^[13].

[10] Les néo-libéraux américains sont groupés autour de la *School of Economics* de l'université de Chicago animée par Milton Friedman. Le ministre des Finances chilien, un des leaders des « Chicago boys », a fait ses études économiques à Chicago.

[11] Voir la France, où la droite (1975) puis la gauche (1981) commettent les mêmes erreurs.

[12] En France, le gouvernement l'intitule « désinflation compétitive ».

[13] Il règne une grande incertitude sur leurs données statistiques.

↓ COMPLÉMENT

LA CRISE DE 1873-1896, CANEVAS DE 1973-1990 ?

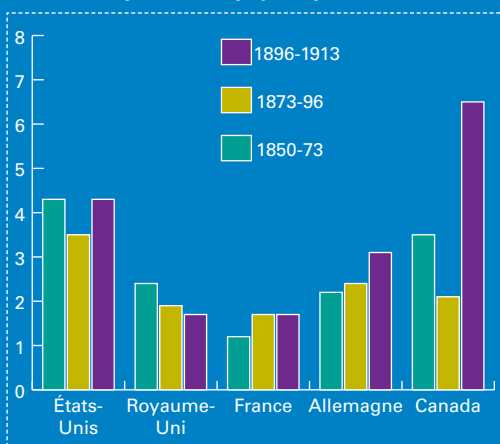
La crise de 1873 commence cent ans avant 1973. Appelée à l'époque « Grande Dépression », elle se caractérise par le ralentissement de la croissance, après l'euphorie des années 1850-1870. La croissance américaine passe de 4,3 %

par an en 1850-73 à 3,5 % en 1873-96 avant de remonter à 4,3 % sur la période 1896-1913. Au Royaume-Uni, la pente est décroissante (2,4 % puis 1,9 % puis 1,7 %), en Allemagne, la tendance est inverse (2,2 %, 2,4 % puis 3,1 %). La Grande-Bretagne perd son leadership mondial vers 1890 au profit des États-Unis et de l'Allemagne.

Avec la connexion des marchés et les progrès des transports, les prix baissent entre 1873 et 1896 (prix agricoles : - 50 %).

Mal comptabilisé, le chômage moderne apparaît, accentué par la concentration des établissements, la généralisation du contrat de travail et l'exode rural.

1. Taux de croissance annuel moyen du PIB 1870-1913 pour trois pays représentatifs

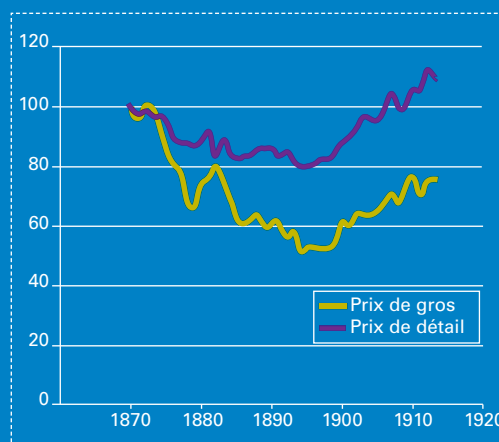


Source : Maddison A. (1995), *L'économie mondiale, 1820-1992*, p. 160-163.

Son déclenchement est lié au krach bancaire de mai 1873. De forts investissements immobiliers (Paris, Berlin, Vienne) et ferroviaires (États-Unis) accompagnés de spéculations aboutissent en 1873 à une crise bancaire de liquidité des grandes places financières (Londres, New York, Paris) ainsi qu'à des crises dans la sidérurgie et la construction ferroviaire.

2. L'évolution des prix aux États-Unis (1870-1913)

(indice base 100 en 1870)



Source : US Bureau of Census (1975), *Historical Statistics of the US, from colonial times to 1970*, Washington, p. 200-201, 212.

Les contemporains constatent l'existence de cycles, fluctuations non aléatoires de l'activité économique et des prix (a). Joseph Schumpeter relie la cyclicité de l'économie à l'innovation (b). Les grandes monnaies, sauf la livre (1816) reposent sur deux étalons, or et argent, liés par un rapport de 1 à 15 en 1840. La décote de l'argent (rapport de 1 à 33 vers 1900),

après la découverte d'immenses quantités minières, provoque le passage des grands pays au monométallisme-or, dont le bon fonctionnement suppose d'autres contreforts

(stabilité des prix, monnaie internationale, épargne abondante). Milton Friedman considère ce passage comme un facteur essentiel de la crise (c).

2. Part du PIB mondial par ensembles régionaux 1820-1913 (%)

	1820	1870	1913
Europe de l'Ouest	23,6	33,6	33,5
USA, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande	1,9	10,2	21,7
Japon	3,0	2,3	2,6
Asie sans Japon	56,2	36	21,9
Europe Est, Russie	8,8	11,7	13,1
Amérique latine	2,0	2,5	4,5
Afrique	4,5	3,7	2,7

Source : Maddison A. (2001), *L'économie mondiale, une perspective millénaire*, Paris, OCDE, p. 135.

Dans le contexte libéral d'une intervention réduite de l'État, on note quelques programmes ferroviaires (plan Freycinet, France 1879) et un effort de régulation concurrentielle : réglementations bancaires et dispositions antitrust (*Sherman Act* aux États-Unis en 1890). À l'exception de la Grande-Bretagne, tous les pays adoptent des tarifs protectionnistes (Allemagne en 1879, États-Unis en 1890), notamment sous la pression des *lobbies* agrariens (tarifs Méline en France 1892). Les prix et la croissance reprennent le chemin de la hausse vers 1895, mais le monde a changé : on assiste alors à l'accélération de la seconde révolution industrielle (électricité, automobile, pétrole, cinéma), avec de nouveaux pays leaders. Les grandes entreprises se concentrent et s'internationalisent (*Konzern* allemands,

trusts américains). Le commerce mondial poursuit son expansion : 3,4 % par an de 1870 à 1913, contre 2,1 % pour le PIB mondial. Cette « mondialisation » contribue secondairement à la colonisation (Europe maritime). La montée du salariat favorise l'émergence d'administrations et de législations du travail (France : Office du Travail en 1891, Code en 1907).

- (a) Des cycles de 7 à 12 ans ont été décrits à cette époque par le statisticien français Clément Juglar (1862).
(b) Le moteur de l'économie est l'innovation majeure (moteur à explosion) qui agrège autour d'elle d'autres innovations (grappes d'innovation). Celles-ci éclosent en période de récession (phase B, 1873-1896) et se déploient en période de croissance (phase A, 1896-1914).
(c) Friedman M. (1990), « The crime of 1873 », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 6.

POUR EN SAVOIR PLUS

- ❖ Bairoch P. (1997), *Histoire économique et sociale du monde du XVI^e siècle à nos jours*, Paris, Gallimard, vol. 2.
- ❖ Glasner D., Cooley T. F. (1997), *Business Cycles and Depressions : An Encyclopedia*, New York, Garland Publishing.
- ❖ Hobsbawm E. (1989), *The Age of Empire (1875-1914)*, New York, Vintage Books, 1989.

- ❖ Lévy-Leboyer M., Bourguignon F. (1985), *L'économie française au XIX^e siècle*, Paris, Économica.
- ❖ Salais R., Baverez N., Reynaud B. (1986), *L'invention du chômage*, Paris, PUF.
- ❖ Verley P. (1989), *L'industrialisation (1830-1914)*, Paris, La Découverte.

La compétition avec l'OCDE masquait en fait une certaine synergie avec l'Ouest : la crise de l'Ouest entraîne un ralentissement de l'Est. Cette stagnation révèle des fragilités internes aux économies socialistes¹⁴. Le modèle néo-libéral ne peut sauver le système et ne s'impose qu'après la chute du régime politique (1989-1991).

Sortie de crise ?

Peut-on parler d'une fin de la crise dans les années 1980 ? La croissance est rapide aux États-Unis (4,2 % par an de 1983 à 1989) et dans l'OCDE (3,6 %). Même le krach boursier d'octobre 1987 à Wall Street est bien géré par les États, qui maintiennent la coopération internationale, soutiennent les cours et encouragent la création monétaire.

Désormais, tout se passe comme si la croissance reprenait son *trend* séculaire : environ 2,2 % par an de 1820 à 2000¹⁵. Les années 1950-1973 apparaissent avec le recul du temps comme exceptionnelles. Hormis l'Europe, dont le rythme de croissance est inférieur à la moyenne planétaire depuis les années 1990-2000, et peut-être le Japon,

en difficulté depuis les années 1990, la plupart des espaces économiques atteignent ou dépassent désormais 3 % de croissance annuelle, ce qui est le rythme de l'économie américaine au XX^e siècle.

Conclusion : l'émergence d'un monde renouvelé

Au final, la crise des années 1970 accompagne certainement une mutation économique structurelle. Si on se limite à sa partie visible, elle se traduit par l'émergence et l'affirmation de nouveaux pays, Chine, Inde, Brésil et certains de leurs voisins, qui entrent dans un rythme de croissance d'autant plus rapide qu'ils récupèrent un retard parfois très lourd sur la moyenne planétaire. Cette réallocation des foyers de production peut se lire dans la part déclinante de l'Europe occidentale dans le PIB mondial (25 % en 1973, 20 % en 1998), mais aussi celle de l'ensemble Europe de l'Est-Russie (de 13 % à 5 %) et dans le doublement de l'Asie (sans Japon), de 16 % à près de 30 %.

[14] Le plan perd de son efficacité dans un univers économique complexe. Le marché parallèle augmente. Le surcoût du politique (appareil de répression et de police) et l'agressivité très coûteuse de la politique extérieure pénalisent le budget. Innovation, investissement, qualification des actifs et productivité sont très inférieurs à ceux de l'Ouest.

[15] Maddison A. (2001), *L'économie mondiale, Une perspective millénaire*, Paris, OCDE.

5. Part du PIB mondial (en %)

	1913	1950	1973	1998
Europe de l'Ouest	33,5	26,3	25,7	20,6
États-Unis, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande	21,7	30,6	25,3	25,1
Japon	2,6	3,0	7,7	7,7
Asie sans Japon	21,9	15,5	16,4	29,5
Europe de l'Est, URSS	13,1	13,1	12,9	5,3
Amérique latine	4,5	7,9	8,7	8,7
Afrique	2,7	3,6	3,3	3,1

Source : Maddison A., *L'économie mondiale, Une perspective millénaire*, Paris, OCDE, 2001, p 135.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **ABRAHAM-FROIS G.** (1995), *Les Fluctuations économiques*, Paris, Économica.

❖ **BOSSERELLE E.** (2004), *Dynamique économique, croissance-crisis-cycles*, Paris, Gualino.

❖ **BOURGUINAT H.** (1985), *L'Économie mondiale à découvert*, Paris, Calmann-Lévy.

❖ **BUSSIÈRE E., DUMOULIN M., SCHIRMANN S.** (dir.) (2006), *Milieus économiques et*

intégration européenne au XX^e siècle : la crise des années 1970, de la conférence de La Haye à la veille de la relance des années 1980, Bruxelles, Peter Lang.

❖ **CHASSAIGNE P.** (2008), *Les années 1970 : fin d'un monde et origine de notre modernité*, Paris, Armand Colin.

❖ **FERGUSON N, MAIER CHARLES S., MANELA E.**, (dir.) (2010), *The shock of the global : the 1970s in*

perspective, Cambridge, Mass., Londres, Belknap Press of Harvard University.

❖ **GAFFARD J.-L.** (1997), *Croissance et fluctuations économiques*, Paris, Montchrestien.

❖ **GAUTHIER Y.** (1989), *La Crise mondiale : du choc pétrolier à nos jours*, Bruxelles, Complexe.

❖ **TEULON F.** (1992), *Crisis, croissance et développement*, Paris, PUF.

Si les pays émergents ont jusque-là été relativement épargnés par la Grande Récession et la crise des dettes souveraines de la zone euro, ils ont connu durant les trois décennies précédentes des crises financières récurrentes. Une première vague de crises de la dette dans les années 1980 – la crise mexicaine de 1982 étant la plus connue – a été suivie à la fin des années 1990 et au début des années 2000 par des désordres financiers aigus, qui ont touché en particulier, outre les « dragons » et les « tigres » asiatiques, la Russie, la Turquie et l'Argentine. Au-delà des facteurs spécifiques aux pays émergents, longtemps pointés du doigt par les pays avancés, Christophe Destais met l'accent sur les similitudes des crises financières, et notamment la succession entre une période d'aveuglement au risque et une correction brutale des anticipations.

Problèmes économiques

Une brève histoire des crises financières dans les pays émergents (1982-2002)

Durant les deux décennies qui vont de 1982 à 2002, les pays industrialisés paraissaient être sinon à l'abri des crises financières, du moins capables d'en limiter l'impact sur leur économie, et plus largement sur l'économie mondiale.

Les principales crises les concernant avaient trait aux variations jugées excessives des taux de change au niveau mondial (appréciation du dollar au début des années 1980 puis du yen^[1]) ou au niveau européen (nombreux réajustements de la parité entre le deutschemark et le franc, sortie de la livre sterling du système monétaire européen en 1992).

Les pays industrialisés ont certes connu des crises pendant ces deux décennies, qu'elles aient été bancaires (*Savings and Loans* aux

États-Unis en 1987, éclatement de la bulle immobilière au Japon et dans une moindre mesure à la fin des années 1980, en Europe) ou boursières (krach de novembre 1987, éclatement de la bulle Internet en 2001). Ces crises ont provoqué des faillites, parfois spectaculaires, et précipité des retournements de conjoncture. Dans le cas du Japon, elles ont signalé un ralentissement du régime de croissance fort, brutal et durable. Mais aucune n'a mis en péril le système financier

© CHRISTOPHE DESTAIS

Directeur adjoint du CEPII

Chargé de cours à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

[1] L'appréciation du dollar et du yen dans les années 1980 conduisirent aux accords du Plaza en 1985 et du Louvre en 1987, négociés par le G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Canada, Italie).

[2] La « répression financière » renvoie à un ensemble de régulations, lois et restrictions qui limitent le jeu du marché dans le secteur financier. Il peut s'agir de la réglementation des taux d'intérêt, de la variation des réserves des banques commerciales à la banque centrale, des contrôles de capitaux, des restrictions à l'entrée dans le secteur financier, de normes quantitatives d'allocation du crédit en fonction des secteurs ou des domaines et du contrôle direct ou indirect des intermédiaires financiers par les gouvernements (voir http://web.pdx.edu/~ito/Financial_repression_RE_HL.pdf)

ni l'économie mondiale, à l'image de ce qui s'était passé dans les années 1930 ou depuis 2008.

C'est donc un sentiment de stabilité financière qui prévalait. Largement hérité des schémas de répression financière² qui s'étaient généralisés dans l'Après-guerre, il contrastait singulièrement avec les crises financières, parfois à répétition, que connaissaient les pays en développement (PED). Ces crises étaient attribuées au développement insuffisant des pays concernés et, en particulier, à leur impossibilité de s'endetter à l'étranger dans leur propre monnaie. Dans les banques et les administrations, on développa même un nouveau concept pour appréhender la capacité des pays débiteurs à rembourser la dette contractée auprès de bailleurs internationaux, publics ou privés : le « risque-pays ».

La première grande vague des crises de la dette des PED eut lieu dans les années 1980 et entraîna des réformes profondes d'ouverture et de libéralisation des structures économiques des pays qui en furent les victimes. Avec la mondialisation de l'économie engagée dans la deuxième moitié des années 1980, une nouvelle catégorie – assez hétérogène – est apparue, celle des « pays émergents », rassemblant les pays qui s'inséraient dans l'économie mondiale par le canal du commerce ou de la finance. Durant les années 1990 et jusqu'au début des années 2000, ces pays ont à leur tour connu des crises financières assez violentes. Et, de nouveau, le sentiment dominant liait ces crises au défaut de maturité économique et, surtout, financière de ces pays, ainsi qu'à leur incapacité à financer eux-mêmes leur développement.

La crise de la dette des années 1980 en Amérique latine

La crise de la dette extérieure des PED a connu son apogée au milieu des années 1980. Les défauts les plus spectaculaires se produisirent dans les pays à revenus intermédiaires d'Amérique latine.

Mécanismes de la crise

Les mécanismes étaient assez simples. L'augmentation du prix des matières premières après le premier et le second choc pétrolier entraîna un transfert de richesse des pays importateurs vers les pays producteurs. Ces derniers ont bénéficié de cette rente alors qu'ils avaient mis en place dans les années 1960 et 1970 des politiques économiques protectionnistes et étatistes : nationalisation des industries extractives et d'une partie plus ou moins importante du secteur productif, contrôle strict des flux de capitaux, monopoles publics des relations financières et parfois commerciales avec l'étranger, droits de douanes élevés. L'afflux de richesse stimula à la fois les ambitions des dirigeants de ces pays et l'appétit des créanciers occidentaux à la recherche de débouchés alternatifs à leurs marchés intérieurs ou proches frappés par la crise.

C'est ainsi que se développèrent rapidement des circuits de financement en devises internationales (essentiellement en dollars) : les banques et les gouvernements occidentaux prêtèrent aux gouvernements et entités publiques industrielles, commerciales ou financières des PED qui semblaient engagés dans une bonne dynamique de croissance, comme le Brésil, l'Argentine et le Mexique. L'augmentation des montants prêtés a été favorisée par l'accroissement de la liquidité mondiale en dollars, liée à la politique monétaire accommodante des États-Unis, au déficit des paiements américains et aux revenus des exportateurs de matières premières, placés dans les banques occidentales.

La dette extérieure des pays d'Amérique latine passa alors de 75 milliards de dollars en 1975 à 315 milliards en 1983, soit 50 % du produit intérieur brut (PIB) de la région, tandis que le service de la dette augmentait de 12 à 66 milliards de dollars. L'accumulation de cette dette permettait de financer les déficits courants (déficit commercial et solde des transferts de revenus pour l'essentiel), c'est-à-dire l'insuffisance – structurelle en

Amérique latine – d'épargne intérieure. La crise a été déclenchée par l'annonce des autorités mexicaines en août 1982 de la suspension du paiement des échéances de sa dette. Cette annonce avait été précédée, d'une part, d'un alourdissement de la charge de la dette en raison de la hausse des taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis à partir de 1979 – l'essentiel des prêts accordés étant à taux variables – et, d'autre part, par une fuite de capitaux mexicains vers les États-Unis. La crise mexicaine a accéléré ces sorties de capitaux et un arrêt des financements du Mexique et des autres pays d'Amérique latine par les banques occidentales précipitant l'ensemble de la région dans la crise. Celle-ci fut accentuée par la baisse des prix des matières premières, la principale ressource d'exportation de l'Amérique latine.

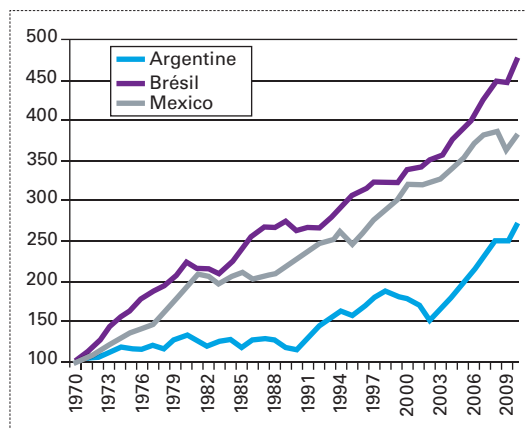
Les réponses à la crise

Les conséquences des défauts ont été traitées principalement dans le cadre d'enceintes internationales. La crise de la dette fut ainsi un sujet majeur des réunions du G7, mais son traitement au quotidien s'effectua pour une bonne part dans le cadre du Club de Paris. Cette institution informelle permet la concertation entre les créanciers et garantit l'égalité de traitement entre ces derniers ainsi qu'un dialogue commun avec les débiteurs. Le Club de Londres joue quant à lui un rôle similaire pour les créances privées.

Les clubs de Paris et de Londres soumettaient leurs efforts de restructuration de la dette à l'intervention du Fonds monétaire international (FMI). Celui-ci redevint de ce fait un acteur important dans les années 1980, finançant à court terme les économies des pays endettés pour leur permettre de redresser leurs comptes externes en échange du respect de conditions strictes. Sur le plan macroéconomique, ces politiques dites d'ajustement structurel portaient principalement sur la maîtrise de la demande interne, en particulier les dépenses publiques, dans le but de réduire les déficits internes et externes.

Selon un schéma fréquent, les créanciers ont dans un premier temps pensé qu'un simple réaménagement des conditions de remboursement de la dette suffirait. Les discussions et tergiversations durèrent une grande partie de la décennie. Finalement, l'abandon des créances finit par s'imposer. Il prendra en 1989 la forme des obligations Brady (*Brady bonds*), du nom du secrétaire au Trésor américain du président Reagan. Leur principe était que les créanciers échangeaient le renoncement à une partie de leurs créances contre la garantie du Trésor américain sur la dette restante.

PIB (1970-2010) (base 100 en 1970)



Source : Banque mondiale

Les crises des pays émergents des années 1990 et du début des années 2000

Malgré une conjoncture internationale maussade (récession cyclique aux États-Unis et en Europe, crise au Japon), le début des années 1990 s'annonçait sous de bien meilleurs auspices pour les pays émergents. Les réformes structurelles inspirées par le consensus de Washington commençaient à porter leurs fruits dans les grands pays d'Amérique latine et la croissance était au rendez-vous tandis que la démocratie

ZOOM

LE CONSENSUS DE WASHINGTON

En réaction à la crise et sous la pression des bailleurs de fonds internationaux, les PED endettés modifièrent profondément leur modèle économique dans les années 1980-1990 : ils abandonnèrent leur stratégie d'industrialisation par la « substitution aux importations » au profit de réformes favorisant l'introduction de mécanismes de marché. [...]

L'ensemble de ces réformes structurelles formait ce que l'économiste John Williamson du Peterson Institute of International Economics a, par la suite, théorisé comme étant le « consensus de Washington », résumé par dix propositions :

- une stricte discipline budgétaire ;
- un redéploiement des dépenses publiques vers des affectations offrant à la fois un fort rendement économique et la possibilité de diminuer les inégalités de revenu (soins médicaux de base, éducation primaire, dépenses d'infrastructure) ;
- une réforme fiscale (élargissement de l'assiette fiscale, diminution des taux marginaux) ;
- la libéralisation financière ;
- un taux de change unique et concurrentiel ;
- la libéralisation du commerce extérieur ;
- l'élimination des restrictions aux investissements directs étrangers ;
- la privatisation des entreprises publiques ;
- la déréglementation des marchés ;
- la garantie des droits de propriété.

s'affirmait. Les nouveaux pays industrialisés (NPI) de l'Asie de l'Est et du Sud-Est avaient de leur côté confirmé leur potentiel économique en deux vagues successives : les « dragons » (Corée, Taïwan, Hong-Kong, Singapour) et les « tigres » (Indonésie, Malaisie, Thaïlande, Philippines). Contrairement aux pays d'Amérique latine, leur développement était fondé sur les exportations et largement autofinancé, même si celui des NPI était tributaire des technologies étrangères apportées sous forme d'investissements directs. La transition s'amorçait dans les pays issus de l'éclatement du bloc soviétique et, après trois années d'incertitude liées aux événements de la place Tian'anmen en 1989, les réformes en Chine étaient relancées par le voyage de Deng Xiaoping dans les provinces du Sud en 1992.

Pourtant, la seconde moitié de la décennie et le début de la suivante allaient être marquées par de nouvelles crises financières, liées à la mondialisation financière.

La première à se produire, au Mexique à la fin de l'année 1994, fut donc accueillie avec stupeur. La prompt intervention du FMI et des États-Unis fit cependant croire à un événement isolé. Pourtant, deux ans et demi plus tard, à l'été 1997, apparurent les premiers signes d'instabilité financière en Asie. Ce qui fut finalement désigné sous le vocable de « crise asiatique » a été suivi par des épisodes de crise en Amérique latine, en Russie et en Turquie.

Sur le plan financier, ces crises suivirent en apparence un modèle assez proche. Les pays concernés accumulèrent, parfois sur une durée brève, une dette externe qui finançait un déficit de la balance des paiements courants, c'est-à-dire une insuffisance d'épargne (dans le cas de la Russie, les sorties de capitaux des résidents entraînèrent un déficit du compte de capital). Les investisseurs étrangers étaient néanmoins rassurés par les réformes structurelles inspirées par le consensus de Washington et notamment

la libéralisation des flux de capitaux et les politiques de change fixe. Ils prêtaient donc soit directement aux États (Amérique latine, Russie), soit aux banques (Asie, Turquie), qui elles-mêmes finançaient l'économie locale dans le cas de l'Asie et principalement le déficit budgétaire dans le cas de la Turquie. Il suffisait ensuite d'un élément déclencheur pour provoquer une brutale réévaluation du risque (événement politique, crainte d'un effet de contagion des autres crises...). Les sorties de capitaux qui en résultaient conduisaient, en régime de changes fixes, à une baisse des réserves en devises. Les interventions pour soutenir le taux de change accéléraient la diminution des réserves et poussaient les taux d'intérêt à la hausse, le tout assorti de mesures correctrices sur les finances publiques visant à réduire le déficit courant. Le niveau des réserves de change s'avérant insuffisant, les interventions de soutien de la parité étaient abandonnées : les autorités se résignaient alors à un flottement de la monnaie. Le retrait des capitaux étrangers et la dégradation de la qualité des actifs des banques entraînaient une crise bancaire. Dans les pays où une part importante de la dette externe était concentrée au niveau du gouvernement, l'impossibilité pour ce dernier de se refinancer conduisit à des défauts sur la dette souveraine (Russie, Argentine).

La crise asiatique

En dehors des Philippines, dont l'équation économique était plus proche de celle des pays d'Amérique latine, les pays asiatiques affectés par la crise de 1997-1998 bénéficiaient d'un niveau élevé d'épargne domestique, principalement en raison de l'épargne de précaution des ménages et de la gestion relativement prudente des finances publiques. Les déficits courants qui apparurent dans cette zone au milieu des années 1990 résultaient donc moins d'un excès de consommation que du surinvestissement des entreprises, des ménages voire des États, notamment dans le secteur immobilier.

Le financement externe de ce surinvestissement fut rendu possible par la libéralisation des mouvements de capitaux. L'endettement du secteur financier local auprès de banques internationales conduisait à concentrer le risque de change, le risque de liquidité et le risque de défaut sur les banques locales, les changes fixes confortant les investisseurs tant que ceux-ci leur apparaissaient crédibles. Or, la faiblesse de la rentabilité des investissements, notamment dans le secteur immobilier, voire des détournements purs et simples de fonds entraînèrent une accumulation des prêts non-performants dans le bilan des banques. Ces dernières engendrèrent à leur tour des doutes sur la solvabilité des intermédiaires financiers et la soutenabilité des politiques de changes fixes, ce qui précipita le retrait des créanciers internationaux. Dans un premier temps, les autorités des pays concernés s'efforcèrent de défendre la parité de leurs monnaies respectives par des interventions de change. Cette approche s'avéra insoutenable en raison du niveau insuffisant des réserves et la plupart des pays de la zone dévaluèrent puis adoptèrent des régimes de change flexibles.

La réponse apportée par les bailleurs de fonds internationaux (principalement le FMI et les États-Unis) à la crise asiatique a fait l'objet de controverses importantes. Inspirée par le consensus de Washington, elle consistait à soumettre l'octroi de financements à des conditions drastiques notamment sur la politique budgétaire, tout en maintenant la liberté de mouvement des flux de capitaux. Refusant de manière retentissante ces conditions et les financements du FMI, le Dr Mahatir, alors Premier ministre de Malaisie, symbolisa la résistance nationaliste au consensus de Washington. Il rétablit une parité fixe avec le dollar – à un niveau déprécié – et imposa des restrictions, au demeurant assez mesurées et temporaires, aux flux de capitaux internationaux.

Au-delà de la rhétorique nationaliste du Dr Mahatir, ce dont le FMI et les États-Unis

manquèrent probablement le plus était de pragmatisme. La réponse à la crise aurait sans doute été plus rapide et moins douloureuse si des politiques macroéconomiques restrictives n'avaient pas été ajoutées au nécessaire apurement des excès d'investissement des années précédentes. D'autant que la situation budgétaire des États concernés le permettait, alors que l'épargne des ménages se maintenait à un niveau suffisamment élevé pour financer l'investissement domestique. Dans la plupart des pays, la réduction de l'excès d'investissement suffisait donc, en elle-même, à rétablir les équilibres financiers extérieurs sans qu'il soit besoin de peser sur la demande intérieure par des politiques budgétaires restrictives, au risque d'accroître le coût économique réel de l'ajustement financier.

La Chine maintenait (et maintient toujours, pour l'essentiel) des contrôles stricts sur les flux de capitaux entrants et sortants. L'essentiel de son financement étranger provenait des investissements directs et de la dette à moyen et long terme. Elle fut donc épargnée par une sortie brutale des capitaux étrangers. Ses gains de productivité l'aidèrent à faire face à l'appréciation nominale de son taux de change vis-à-vis de ses concurrents et elle put maintenir sa politique de change fixe vis-à-vis du dollar américain.

L'Amérique latine

Les crises financières n'ont pas épargné l'Amérique latine même si – quand on considère cette dernière dans son ensemble – elles ont été moins dévastatrices que la crise des années 1980. Comme les pays asiatiques, les pays d'Amérique latine menaient des politiques de change fixe et avaient ouvert leur compte de capital. Mais pour eux, le déficit courant résultait davantage de la faiblesse structurelle de l'épargne et de la dégradation du solde budgétaire que d'un surinvestissement privé.

La crise mexicaine de 1994

La crise mexicaine fut provoquée par une aggravation du déficit budgétaire (7 % du PIB) liée aux élections présidentielles et financée par des instruments de dette libellés en monnaie locale mais indexés sur le dollar, les *Tesobonos*, à un moment où l'environnement économique était perçu comme instable (corruption, risques croissants pris par les banques et surtout instabilité politique). Les investisseurs étrangers cédèrent leurs *Tesobonos* et se retirèrent du Mexique, ce qui provoqua une baisse des réserves de change. Le nouveau président Ernest Zedillo abandonna la parité fixe peu de temps après sa prise de fonction en décembre 1994. Très vite, le Trésor américain et le FMI intervinrent de manière massive (50 milliards de dollars pour le premier, une vingtaine pour le second) avec pour effet de stabiliser la situation mais aussi de permettre aux banques américaines qui détenaient des *Tesobonos* de s'en délester.

Le Brésil (1998-1999)

Le Brésil connut un épisode de crise en 1998-1999 alors que les crises asiatique et russe avaient souligné certaines vulnérabilités de son modèle économique. Pour stabiliser les prix, le ministre des Finances et futur président, Fernando Henrique Cardoso avait introduit en 1994 le « Plan Real » qui comportait la mise en place d'un taux de change fixe avec le dollar, qui s'avéra vite surévalué, des restrictions sur la capacité de création monétaire de la banque centrale et des obligations relatives à la constitution de réserves de change par cette dernière. Le déficit budgétaire se dégrada néanmoins jusqu'à atteindre 7 % du PIB en 1998. À la différence du Mexique, les autorités brésiliennes réagirent d'elles-mêmes par des mesures drastiques destinées à réduire ce déficit, en dépit de la proximité des élections présidentielles de l'automne 1998. Le FMI décida d'intervenir de manière préemptive. Le plan de soutien mis en place prévoyait une dépréciation progressive de la monnaie, un « *crawling peg* », associé à des taux d'intérêt élevés afin d'éviter une

résurgence de l'inflation. Le refus du Congrès brésilien de voter une réforme des retraites et l'annonce de la banqueroute d'un État fédéré entraînèrent toutefois des sorties massives de capitaux fin 1998 et début 1999. Le gouvernement y répondit en rendant le taux de change totalement flexible. La monnaie brésilienne perdit les deux tiers de sa valeur par rapport au dollar mais rebondit rapidement, de même que la croissance qui fut finalement légèrement positive en 1999.

La crise argentine du début des années 2000

C'est l'Argentine qui a connu la crise la plus profonde. La crédibilité de la politique de change « irrévocablement fixe » menée depuis 1991 était notamment assise sur le fait que la création monétaire y était bridée selon le mécanisme de « caisse d'émission » (*currency board*). Dans ce schéma, la politique monétaire disparaît et la banque centrale devient un simple « institut d'émission » dont l'actif est composé des réserves de change et dont la taille du bilan – c'est-à-dire la capacité de création monétaire – varie donc en fonction de ces dernières. Lorsque les réserves de change baissent, l'offre de monnaie se réduit mécaniquement, ce qui, à vitesse de circulation constante, fait pression sur les prix et permet de maintenir la compétitivité externe du pays. Ce régime de change ne peut bien fonctionner que s'il y a un lien entre les variations du montant des réserves de change et celles de la compétitivité et si les prix sont flexibles à la baisse. Quand la compétitivité se dégrade, le solde courant devient négatif, les réserves diminuent et les prix doivent baisser. Or, principalement en raison de la dégradation de la situation budgétaire, le solde courant argentin a été constamment négatif durant la seconde moitié des années 1990, sans que le montant des réserves ne soit affecté. Les flux de capitaux entrants nets étaient en effet suffisants pour compenser le solde courant négatif. Ces entrées nettes avaient principalement deux modalités : les investissements directs (notamment pour l'acquisition et le

développement d'entreprises privatisées) et la souscription d'obligations en dollars directement émises par les grandes entreprises argentines ou par l'État. Ces flux de capitaux stimulant la croissance, ils contribuèrent à l'auto-entretien du phénomène jusqu'à ce que, à partir de la fin de l'année 2000, cette trajectoire apparaisse insoutenable. La crise, en germe depuis plusieurs mois, connut son paroxysme fin 2001 avec l'abandon de la fixité du taux de change et un défaut sur la dette du gouvernement argentin. Une profonde crise monétaire, économique et politique s'ensuivit. Toutefois, le redressement de l'économie argentine fut plus rapide qu'anticipé. L'effet de la dévaluation sur la compétitivité des produits argentins, notamment sur le marché local, et de la hausse des prix des matières premières à partir du milieu des années 2000 en furent les principales raisons.

La Russie

Contrairement aux autres pays, le solde courant de la Russie n'était pas déficitaire avant la crise. Sa capacité d'exportation, limitée sur le plan industriel, bénéficiait de ses ressources en matières premières. Sa demande de biens importés était restreinte par la sévérité de l'ajustement économique consécutif à la transition. Toutefois, le manque de confiance des résidents dans l'économie favorisait des sorties de capitaux importantes, compensées jusque-là par des entrées. Les investisseurs internationaux étaient tout particulièrement friands des titres de la dette publique, très rémunérateurs et de court-terme, les GKO. Ces titres étaient libellés en monnaie locale mais étaient assurés contre le risque de change par les banques russes. Le déficit budgétaire était lié à l'insuffisance de la croissance et à des problèmes de recouvrement de l'impôt plus qu'au niveau des dépenses publiques. Conjugué au régime de change fixe, le mode de financement du déficit budgétaire favorisait les entrées de capitaux volatils. Le déclenchement de la crise résulta de la combinaison de facteurs externes (crise asiatique, baisse des prix des matières premières) et internes

(crise politique au printemps 2008). Le 17 août 1998, le gouvernement russe annonça une dévaluation, une restructuration unilatérale de sa dette en roubles, un moratoire sur les paiements aux créanciers étrangers et l'instauration de contrôles sur les capitaux. Toutefois, l'impact sur la croissance de cette crise fut limité en raison du faible rôle joué par le système bancaire dans le financement des entreprises et le très grand bénéfice que ces dernières retirèrent de la dévaluation sur les marchés externes mais, surtout, sur le marché local. Le rebond des prix du pétrole en 1999-2000 y contribua également.

La Turquie

Le cas de la crise turque de 2001-2002 est complexe. À la fin des années 1990, le problème principal de l'économie turque était son niveau d'inflation. En 1999, les autorités mirent en place, avec le soutien du FMI, un plan de désinflation fondé sur l'ancrage de la monnaie au dollar. Ce plan prévoyait une politique budgétaire restrictive, des réformes structurelles et l'engagement de maintenir la parité de la livre turque. La capacité de création monétaire de la banque centrale était extrêmement restreinte, en fonction du niveau des réserves de change. Les premiers résultats furent encourageants : ralentissement de l'inflation et diminution des taux d'intérêt nominaux. Mais après onze mois de mise en œuvre, les banques turques se retrouvèrent confrontées à une sévère crise de liquidité, incapables de trouver les devises dont elles avaient besoin pour honorer leurs propres échéances. Trois mois plus tard, en février 2001, un taux de change flexible fut introduit, une forte dépréciation de la monnaie locale s'ensuivit et un nouveau plan de soutien du FMI (15 milliards de dollars) contribua à rétablir les équilibres extérieurs. Toutefois, l'ampleur du passif en devises du secteur bancaire, la dégradation de la solvabilité des entreprises et les problèmes de gestion des banques, notamment dans le secteur

public, transférèrent des charges supplémentaires vers l'État. Sa solvabilité fut d'autant plus mise en péril que le gouvernement se finançait lui-même à court terme auprès des banques, que les taux d'intérêt étaient passés à un niveau très élevé pour attirer les capitaux étrangers et qu'une récession sévère diminuait ses recettes. Toutefois, les autorités réussirent à mener un ajustement budgétaire drastique, le défaut redouté ne se produisit pas et l'économie turque s'ajusta.

En dehors de certains pays d'Europe centrale et orientale (PECO), les pays émergents ont été assez largement épargnés par la dimension proprement « financière » de la crise que connaît le monde industrialisé depuis 2007-2008, même s'ils ont été affectés par le biais du commerce international. Leurs monnaies (en particulier grâce à l'accumulation des réserves de change) et leur secteur financier, consolidé à la suite des précédentes crises, se sont dans l'ensemble bien maintenus. Cette résistance invite à réviser la condescendance avec laquelle le monde industrialisé a considéré les crises financières dans les pays émergents entre 1982 et 2002. Comme le montrent les économistes américains Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart (2010), au-delà de ses spécificités, chaque crise financière n'est pas si « différente » de celle qui l'a précédée. De fait, les crises des pays émergents tout comme celle de 2007-2008, s'inscrivent dans une longue lignée d'épisodes caractérisés par les excès d'endettement, le défaut d'adossement de cet endettement aux ressources des débiteurs, en termes de maturité et de devises, et l'imperfection des institutions monétaires et financières. Chaque épisode est lui-même le résultat d'une période d'aveuglement des créanciers devant le risque, jusqu'à un point de retournement, selon un schéma conforme à l'hypothèse d'instabilité financière de l'économiste américain Hyman Minsky.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **HUFBAUER G. et SCHOTT J.** (2005), *NAFTA Revisited : Achievements and Challenges*, Institute for International Economics, Washington DC, octobre.

❖ **REINHART C. et ROGOFF K.** (2010), *Cette fois c'est*

différent. Huit siècles de folie financière, Paris, Pearson.

❖ **ROUBINI N. et SETSER B.** (2004), *Bail-ins or bailouts : responding to financial crises in emerging economy*, Peterson Institute for International Economics.

❖ **WILLIAMSON J.** (1999), « What Should the World Bank Think about the Washington Consensus ? », Peterson Institute for International Economics.

Après avoir été présenté, dans les années 1980, comme le modèle économique dont les pays occidentaux devaient s'inspirer pour faire face aux déséquilibres issus des années 1970, le Japon a connu une longue crise déclenchée par l'éclatement d'une double bulle d'actifs. Sur la période 1992-2002, le rythme de croissance est divisé par quatre par rapport à la décennie précédente, tandis que le chômage progresse et que l'économie s'enlise progressivement dans une spirale déflationniste. Déclenchée par l'éclatement d'une double bulle d'actifs, responsable d'une montée en flèche de l'endettement public, la crise japonaise est riche d'enseignements pour la période contemporaine.

Problèmes économiques

Le Japon des années 1990, laboratoire des crises

© **EVELYNE DOURILLE-FEER**¹

Économiste au CEPII

^[1] Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que l'auteur.

^[2] États-Unis, Japon, République fédérale d'Allemagne (RFA), France, Royaume-Uni.

La crise japonaise des années 1990 a suscité peu d'intérêt parmi les pays industrialisés jusqu'à la crise des *subprimes* et sa transmission à l'économie réelle en 2008-2009. Celle des dettes publiques en Europe invite également à revisiter l'expérience du Japon.

L'intérêt particulier de la crise japonaise réside dans sa complexité. Aggravée par des chocs conjoncturels domestiques et internationaux répétés, elle combine des dimensions multiples tant financières que structurelles, tant macroéconomiques que microéconomiques ou institutionnelles.

Après avoir rappelé les origines et les principaux épisodes du déroulement de la crise de 1992-2002, son caractère complexe sera analysé à partir des crises qui la composent. L'expérience pionnière du Japon, qui a vu éclater une double bulle d'actifs déstabilisant le système bancaire, l'économie réelle ainsi que les finances publiques, est riche d'enseignements dans le contexte actuel.

Origine et développement de la crise

Les accords du Plaza de septembre 1985, qui entérinaient l'intervention des pays du G5² sur le marché des changes dans le but de déprécier le cours du dollar américain, se sont traduits par une forte appréciation du yen (+ 56 % par rapport au dollar entre septembre 1985 et août 1986). La banque centrale

japonaise a réagi par une baisse des taux d'intérêt pour lutter contre les effets récessifs du yen fort conformément aux engagements pris lors des accords Baker-Miyazawa (1986) et du Louvre (1987). Les taux d'intérêt faibles joints à l'existence d'une importante masse de liquidités, issue de la conversion en yens de réserves d'actifs japonais détenus en dollars et de l'accroissement du crédit, ont créé les conditions de la formation d'une double bulle spéculative centrée sur l'immobilier, avec la médiation active des banques. Entre 1985 et 1989, la capitalisation boursière de Tokyo est passée de 60 % à 153 % du produit intérieur brut (PIB)^[3]. Entre 1985 et 1991, le prix du terrain des six plus grandes villes a été multiplié par trois.

Le resserrement de la politique monétaire par la Banque du Japon à partir de mai 1989 via plusieurs augmentations du taux d'escompte^[4] ainsi qu'une politique plus stricte d'encadrement du crédit, notamment dans le secteur immobilier, a conduit à l'écroulement de la bulle boursière au début de 1990

et à celle de l'immobilier à partir du second trimestre 1991. Après 51 mois d'expansion continue (novembre 1986-février 1991), l'économie a décéléré pour entrer dans la crise la plus profonde de l'Après-guerre.

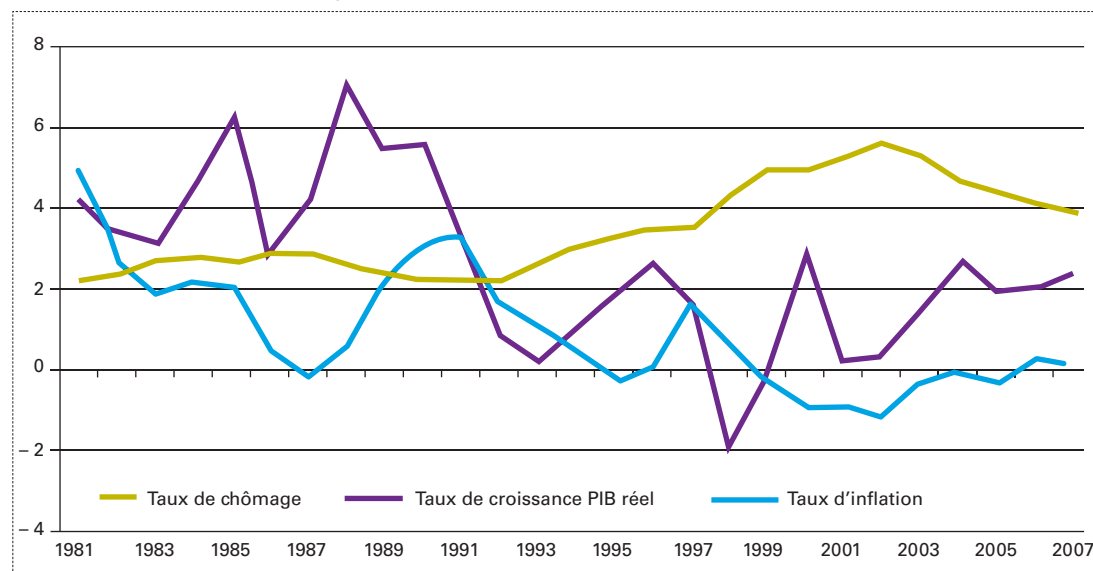
Les prémisses de la crise sont apparues dans l'économie réelle dès 1991, alors que l'indicateur de la construction de logements commençait à se contracter, que le rythme d'augmentation de la consommation des ménages décélérait et qu'une récession se profilait. L'économie alterna par la suite des phases de crise (1992-1993, 1997-1998, 2001) entrecoupées de reprises.

La période 1992-2002 fut marquée par la dégradation des grands indicateurs macro-économiques. Le taux de croissance annuel moyen du PIB réel fut divisé par quatre par rapport à la décennie 1980, le taux de chômage multiplié par environ 2,5 entre le début et la fin de la période. Enfin, le pays s'enlisa dans la déflation à partir de 1999 (voir graphique 1).

[3] Voir Dourille-Feer E., Lacu C. (2002), *La crise japonaise, ou comment un pays riche s'enlise dans la déflation* in CEPII (2002), *Économie mondiale 2003*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

[4] Le taux d'escompte est passé de 2,75 % à 6 % entre mai 1989 et août 1990.

1. Évolution du PIB, du chômage et de l'inflation entre 1981 et 2007 (en %)



Sources : MHLW, Labour Force Survey, ESRI SNA, Statistics Bureau : MIC.

La longueur de la crise des années 1990 ainsi que l'instabilité et la faiblesse des mouvements de reprise de la croissance ont constitué autant d'éléments atypiques par rapport aux autres périodes de crise de l'Après-guerre (1965, 1974, 1986). Ces caractéristiques s'expliquent par la complexité de la crise de 1992-2002 : une succession de chocs conjoncturels a amplifié des crises gigognes emboîtées dans la crise financière.

Des chocs conjoncturels récurrents

Outre l'éclatement des bulles spéculatives se traduisant par un quasi gel de la demande domestique en 1992 et 1993, la mauvaise gestion administrative du tremblement de terre de Kobe et de l'attentat terroriste au gaz sarin de la secte Aum dans le métro de Tokyo en 1995 a instauré un climat de défiance et d'anxiété chez les ménages. Les dépenses de consommation et de logements ont été impactées. De surcroît, le très haut niveau atteint par le yen par rapport au dollar entre mars et août 1995⁵ a contraint les firmes à réduire

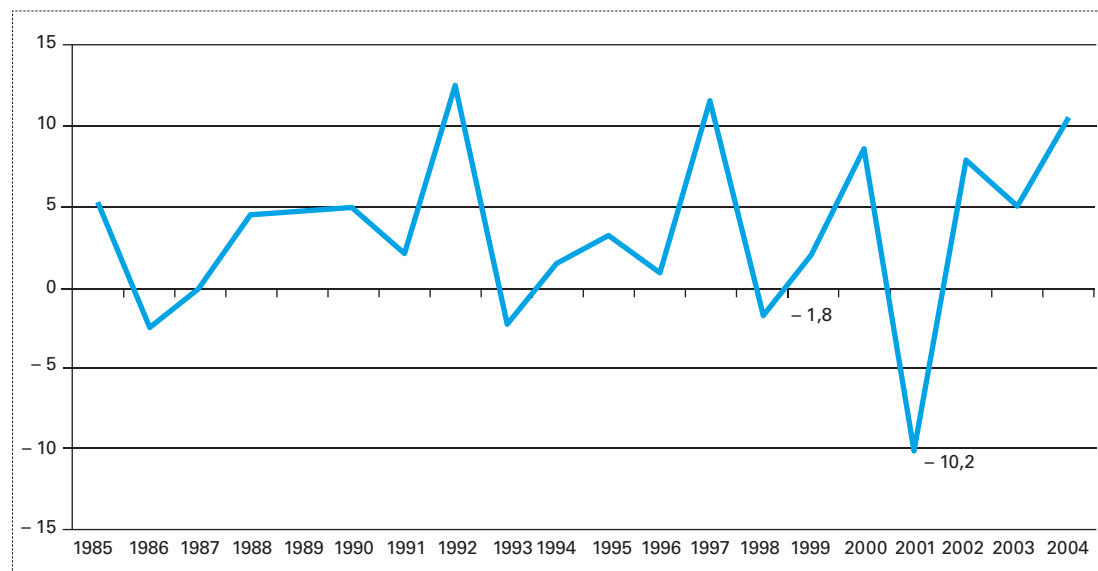
leurs plans d'investissements et a pesé sur les exportations.

Alors que, l'effet reconstruction aidant, l'économie semblait repartir sur des bases plus solides fin 1996, l'année 1997 fut marquée par un triple choc budgétaire : hausse de la TVA, portée de 3 % à 5 %, augmentation du plancher du ticket modérateur de l'assurance maladie et abandon des mesures d'allégement d'impôt. L'effet fut immédiat. La consommation des ménages décéléra et l'investissement en logement se contracta. Ensuite, en 1998, la crise financière asiatique pesa sur le commerce extérieur nippon ainsi que sur le bilan de nombreuses banques, particulièrement actives dans la région. Enfin, en 2001, le ralentissement de l'économie américaine et de la demande mondiale de semi-conducteurs freina une fois de plus les exportations (graphique 2).

Ainsi, les chocs conjoncturels ont été plus nombreux entre 1992 et 2002 que durant les deux décennies précédentes. Ils apparaissent avoir contribué au rallongement du cycle d'investissement des entreprises. Ce

^[5] Pic de 79 yens par dollar en avril 1995.

2. Évolution des exportations japonaises de biens en volume (variation annuelle, en %)



Source : FMI, World Economic Outlook Database, avril 2012.

phénomène pourrait expliquer partiellement la longueur de la crise japonaise au regard du poids des investissements productifs dans le PIB. Néanmoins, malgré les stimulations budgétaires récurrentes des différents gouvernements, la persistance de reprises instables et molles montrait qu'un mal plus profond rongait l'économie japonaise.

De la crise financière à la montée de la dette publique

Au cours des années 1980, la déréglementation financière priva les banques d'une partie de leur clientèle stable, à savoir les grandes entreprises, ces dernières optant pour le financement direct sur les marchés financiers. Afin de maintenir leur chiffre d'affaires, les banques se tournèrent vers des clients ou des secteurs plus risqués – les petites et moyennes entreprises (PME), les ménages, l'immobilier – et augmentèrent le volume des crédits alors qu'elles maîtrisaient mal la gestion de leurs risques.

Le secteur immobilier a joué un rôle central dans la crise, non seulement en raison de son poids dans la richesse nationale (plus de 50 % en 1990), mais également par sa fonction de collatéral aux emprunts. Si bien que la bulle immobilière, centrée sur l'immobilier commercial, a contribué à alimenter la spéculation boursière via un recours accru au crédit. Le volume des crédits bancaires, dirigés essentiellement vers l'immobilier, a doublé entre 1985 et 1995⁶.

Entre 1991 et 1994, l'éclatement des bulles spéculatives a provoqué une perte nette de richesse de 800 000 milliards de yens, dont 300 000 milliards de valeurs boursières et 500 000 milliards de valeurs immobilières. Touché de plein fouet, le secteur bancaire enregistrait déjà 50 000 milliards de yens de créances douteuses dès 1993 et le double en 1996.

Le gouvernement n'amorça de plans de sauvetage du système financier qu'après la

faillite de grandes banques en 1997, année où les banques commencèrent à restreindre leur offre de crédit. Bien que la situation de « *credit crunch* » ait duré jusqu'au début des années 2000, elle a surtout perturbé l'activité économique en 1997 et 1998 car, en dehors des PME, la demande de crédit était faible⁷. L'éclatement de la bulle internet mi-2000 dégrada à nouveau les bilans bancaires suite aux faillites d'entreprises. Des mesures publiques vigoureuses permirent néanmoins de mettre un point final à la crise du système bancaire en 2004, soit près de treize ans après son déclenchement (voir tableau).

Outre la déstabilisation du système financier, la violente contraction des actifs a plongé le Japon dans un type inédit de récession, une « récession de bilans », selon laquelle l'actif de nombreuses entreprises devenait inférieur à leur passif. Les firmes n'ont eu alors d'autre choix que de se désendetter pour éviter la faillite. Malgré des taux d'intérêt proches de zéro à partir de 1995, comme les entreprises cherchaient à se désendetter et que les ménages n'empruntaient presque plus, l'économie était vouée à une contraction du style de celle des années 1930 aux États-Unis. Ce cas de figure fut néanmoins évité grâce à la croissance de l'endettement public⁸. L'analyse de la contribution à la croissance du PIB réel par postes, entre 1992 et 2002, confirme la substitution opérée entre le poste des investissements privés et celui des dépenses publiques, devenues moteur de la croissance. D'ailleurs, pendant la période de reprise de 2002-2007, on a observé un mouvement inverse⁹ (voir graphique 3).

Entre 1989 et 2009, l'endettement du secteur privé est passé de 219 % à 113 % du PIB alors que celui de l'État bondissait de 52 % à 170 % du PIB¹⁰.

Toutefois, derrière la crise financière et la déflation des bilans des entreprises se cachaient des problèmes structurels de l'économie réelle, tant du côté de la demande que de celui de l'offre.

[6] Ozeki K. (2008), « Responding to Financial Crises: Lessons to Learn from Japan's Experience », *Japan credit perspective*, PIMCO.

[7] Rubinstein M. (2008), « Quels enseignements tirer de la crise financière japonaise pour la crise actuelle ? », Université Paris 13, *Mimeo*, http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_rubinstein_081208.pdf.

[8] Thèse de Koo R. C. (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Singapour, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.

[9] Munevar D. (2011), « Le Japon entre stagnation et dette colossale », *CADTM*, 27 juin.

[10] Source: Bank of Japan, Cabinet Office. Le pic d'endettement du secteur privé atteignait 273,6% du PIB en 1996.

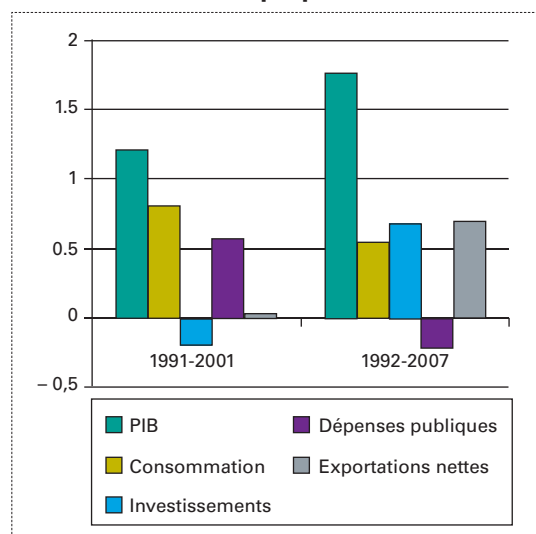
Déroulement de la crise bancaire

	Événements	Répercussions sur le système bancaire et financier	Mesures
1991-1994	* Éclatement de la bulle boursière (1990) * Éclatement de la bulle immobilière (1991-1992) * Chute de la bourse (1990-1992) * Chute des prix des terrains (commercial, résidentiel)	* Début de la montée des créances douteuses	* Plans de soutien à l'économie
1995-1996	* Chute des prix des terrains^[1] * Chute de la bourse (1996)	* Forte montée des créances douteuses * Faillites de banques régionales	* Plans de soutien à l'économie
1997-1999	* Chute de la bourse (1997-1998) * Chute des prix des terrains	* Faillites de grandes banques * Faillite de Yamaichi Shoken² (1997) * Faillites de compagnies d'assurance-vie * Banques : « <i>credit crunch</i> »	* Plans de soutien à l'économie + * Plan de sauvetage des banques (nationalisations, recapitalisation de grandes banques, rachat créances douteuses, garantie illimitée des dépôts) * Banque du Japon : taux zéro
2000-2004	* Fin de la bulle internet (2000) * Chute de la bourse (2000-2002) * Chute des prix des terrains	* Nouvelles montée des créances douteuses (pic 2002) * Faillites de compagnies d'assurance-vie (2000-2001) * Banques : « <i>credit crunch</i> »	* Plans de soutien à l'économie + * Plan Takenaka (2002-mars 2005) : – montant des créances douteuses divisé par 2, – meilleures règles prudentielles : évaluation des actifs, renforcement surveillance par la Financial Service Agency (FSA)³, – renforcement des plans de restructurations, – injection de fonds publics * Banque du Japon : assouplissement quantitatif (2001-2006) et poursuite de la politique de taux zéro (2000-2006)

[1] Chute du prix des terrains des six plus grandes villes jusqu'en 2005. [2] 4^e maison de titres japonaise. [3] Instance de régulation des marchés financiers.

Sources : Ozeki K. (2008) et sources diverses rassemblées par l'auteur.

3. Croissance du PIB réel et contribution à la croissance du PIB par poste (en %)



Note : Le taux de croissance du PIB est le taux de croissance annuel moyen.

Source : ESRI, 1991-2001 : base 1995 SNA 93, 2002-2009 : base 2005, indice chaîné, mars 2012.

Les problèmes structurels de l'économie réelle

La baisse de la demande observée pendant la crise des années 1990 s'explique par la combinaison de trois facteurs : la montée des délocalisations, l'évolution du mode de consommation des ménages et la saturation du marché domestique.

Deux éléments ont incité les industriels nippons à se délocaliser. D'une part, il fallait désamorcer les conflits commerciaux croissants, avec les États-Unis et l'Europe, liés aux excédents récurrents de la balance commerciale japonaise ; d'autre part, la hausse du yen avait rendu attractifs les coûts de production à l'étranger, notamment en Asie. Ainsi, la part de la production effectuée à l'étranger passa de 3 % en 1985 à 6 % en 1991, puis à 14 % en 1999^[1]. Il en résulta une perte de débouchés extérieurs pour les usines domestiques. De surcroît, durant les années 1990, la crise

économique et l'ouverture des réseaux de distribution modifièrent la consommation des ménages.

Les consommateurs japonais achetaient traditionnellement à des prix élevés des produits « *made in Japan* », mais à partir du début des années 1990, ils commencèrent à privilégier le rapport qualité/prix. L'ouverture des réseaux de distribution impulsa l'implantation de nouveaux types de magasins, les « supérettes » ouvertes 24 heures sur 24, qui permirent aux consommateurs d'acheter des produits asiatiques bon marché. À volume d'achat égal, la consommation en valeur baissa. Ce mouvement fut, par ailleurs, renforcé par la baisse tendancielle des salaires observée entre 1995 et 2003^[2] ainsi que par la frilosité des consommateurs face aux incertitudes sur l'emploi, les retraites et la fiscalité.

Par ailleurs, au sortir des « années folles 1987-1990 », les ménages étaient saturés de biens de consommation. De plus, la consommation n'était pas stimulée par des produits technologiques très innovants. Le succès fulgurant du téléphone portable à accès internet, l'« *I-mode* » de NTT-Docomo, introduit en 1999, montra qu'il existait des gisements de consommation inexploités. Mais cette atonie de l'innovation reflétait une crise plus grave de l'offre.

Durant la crise de 1992-2002, l'ensemble du système productif nippon s'est heurté à un sérieux problème de rentabilité. Avec la baisse des débouchés externes et internes, les surcapacités productives sont montées en puissance. Fin 1998, ces dernières étaient estimées à 41 000 milliards de yens, soit environ 410 milliards d'euros^[3]. Par ailleurs, la politique de maintien en emploi des salariés permanents s'est traduite par d'importants excédents de main-d'œuvre. Surcapacités et sureffectifs ont élevé les coûts fixes des entreprises dans un contexte de montée de la concurrence internationale, notamment asiatique.

Pourtant, les entreprises ont tardé à se restructurer pour restaurer leur compétitivité.

[1] 72 % de la production de téléviseurs couleurs étaient effectuée à l'étranger en 1993 et 31 % de celle des automobiles en 1994.

[2] Sparks C. (2004), *Changes in Japanese Wage Structure and the Effect on Wage Growth since 1990*, Preliminary Draft Report, JIL Document, July 30. <http://www.jil.go.jp/profile/documents/Sparks.pdf>.

[3] Estimation de l'Agence de planification économique.

L'inertie du tissu industriel pendant les années de la bulle économique et durant une grande partie des années de crise a tranché avec les évolutions observées durant les décennies précédentes. En effet, de grandes vagues de restructuration avaient marqué l'appareil productif japonais depuis l'Après-guerre. Durant les années 1950 et 1960, les industries lourdes et chimiques s'étaient progressivement substituées aux secteurs traditionnels comme le textile, le bois-papier ou le jouet. Au cours de la décennie suivante, les industries d'assemblage étaient montées en puissance. Les technologies de l'information et de la communication (TIC) auraient dû prendre le relais dès les années 1980, mais leur développement n'eut lieu qu'à la fin de la décennie suivante.

Ce retard expliquerait partiellement la perte de dynamisme de l'économie japonaise pendant les années 1990, contrairement à l'économie américaine, dopée par les industries de l'information et de la communication durant toute la deuxième moitié de cette décennie.

L'introduction tardive des TIC résulte de causes complexes. Le dynamisme de l'appareil productif japonais a certes souffert du dysfonctionnement du mécanisme d'allocation du capital, mais également d'une crise plus globale des institutions et des valeurs du modèle japonais.

Au-delà de l'économie réelle, une crise de modèle de développement

Après la Seconde guerre mondiale, le modèle socio-économique japonais, fondé sur l'égalitarisme, s'est ordonné autour d'un État omniprésent par les réglementations, du développement d'un socle industriel puissant et de la finance mise au service de l'industrie. Les grandes entreprises, organisées en réseaux, assuraient partiellement la protection sociale (emploi à vie, retraites...). Au sein des ménages, les femmes avaient pour mission d'élever le niveau éducatif des

enfants et d'épargner alors que les hommes se dévouaient à leur entreprise.

Les inégalités sociales étaient réduites par un système fiscal fortement redistributif et des écarts salariaux restreints. Par ailleurs, si les transferts sociaux étaient faibles, deux mécanismes de redistribution originaux étaient à l'œuvre. D'une part, les pouvoirs publics géraient certains problèmes sociaux à travers le clientélisme (agriculteurs, artisans, petits commerçants, BTP) via des subventions ou des réglementations protectrices ; d'autre part, les négociations syndicales de printemps^[14] permettaient d'harmoniser les revenus des différents groupes sociaux. Mais l'efficacité de ce modèle « social démocrate souterrain »^[15], liée à une croissance économique rapide, une relative fermeture du marché et d'importantes réglementations, montra des signes d'essoufflement croissant durant les années 1990.

À partir des années 1980, sous la pression de la vague mondiale de libéralisation des économies, des déréglementations partielles ont réduit le pouvoir de l'État, donné un rôle plus central à la finance et fait reculer l'optique sociale des entreprises. Les mécanismes redistributifs se sont affaiblis tant au niveau de la fiscalité qu'à celui du clientélisme et des négociations syndicales. Les missions des ménages ont également été bouleversées puisque la consommation devenait centrale pour stabiliser l'économie et que les femmes étaient poussées à se presser sur le marché du travail pour compenser la contraction attendue de la population active^[16].

Les changements d'équilibres de pouvoirs entre les acteurs économiques, l'évolution du rôle des banques, des entreprises et des ménages, sur fond de montée des inégalités, ont déstabilisé le modèle socio-économique japonais. De ce fait, les classes dirigeantes ont eu de plus en plus de difficulté à opérer et concrétiser des choix d'avenir alors que les politiques industrielles centralisées étaient presque abandonnées. La sortie de crise en a été ralentie.

[14] Les négociations de printemps sont appelées « *Shunto* ».

[15] Nohara H. (2007), La novation de l'économie politique au Japon, *Revue de la Régulation*, n° 1, juin.

[16] La population active s'est contractée à partir de 1999.

La richesse de l'expérience japonaise

Pendant les années 1990, le Japon est devenu un laboratoire d'expérimentation de situations économiques inédites depuis la Seconde Guerre mondiale. Faute de modèle de référence pour répondre aux crises, les autorités ont dû tâtonner pour résoudre une crise bancaire doublée d'une récession de bilans et d'une déflation. Les errements des politiques nippones comme les solutions originales adoptées constituent autant d'enseignements pour les autres pays.

Le premier enseignement est que les dérèglementations peuvent engendrer des déséquilibres propices à la formation de bulles spéculatives. Elles ont contribué à déstabiliser le système financier nippon dont la cohérence d'ensemble reposait sur un cadre spécifique^[17] très régulé. De surcroît, l'imbrication de la finance, du marché du travail et de la gouvernance des entreprises a favorisé la dérégulation de l'emploi des précaires. Les revenus des ménages ont baissé, freinant la consommation et la sortie de crise. C'est pourquoi les dérèglementations doivent s'accompagner de la création d'un nouveau cadre systémique pour éviter les crises.

La crise bancaire nipponne a également montré qu'un nettoyage rapide et en profondeur des bilans des banques aurait permis de réduire son coût et ses conséquences économiques. Mais, pour agir vite, fort et dans la bonne direction, il aurait également fallu un diagnostic de crise précoce basé sur des informations fiables dont les autorités japonaises ne disposaient pas.

Alors que les autres pays du G7^[18] avaient abandonné les politiques de relance budgétaire depuis les années 1980, de façon pragmatique, les autorités japonaises ont compris que seul l'État pouvait soutenir l'économie dans un contexte de désendettement du secteur privé. Ils ont poursuivi les plans de relance jusqu'en 2002 alors que la dette publique avait dépassé 100 % du PIB dès 1997^[19]. Si ces plans ont permis d'éviter

une récession longue et violente, ils n'ont pas initié de dynamique de croissance stable. L'exemple japonais montre qu'une efficacité accrue des politiques de relance aurait nécessité plus de continuité et plus d'ampleur^[20]. Le fait que l'endettement public très élevé du Japon ne pose pas de problème majeur de soutenabilité souligne l'importance cruciale jouée par la détention domestique de la dette (95 % dans les mains des résidents), mais aussi par l'épargne intérieure.

Enfin, l'enracinement de la déflation à partir de 1999 a conduit la Banque du Japon à appliquer des mesures pionnières comme l'introduction du taux zéro puis la politique d'assouplissement quantitatif. À partir de 2006, la déflation semblait jugulée. Pourtant, elle a ressurgi dès 2009 à la faveur d'une nouvelle crise. Cette expérience japonaise montre la nécessité de tout mettre en œuvre pour éviter le déclenchement d'une spirale déflationniste qui rend souvent inopérante la politique monétaire.

La crise japonaise de 1992-2002 ne s'est pas diffusée mondialement à la différence de la crise de 1929 et de celle des *subprimes*. Elle est restée largement locale, même si l'Asie en a eu des retombées négatives. Les réponses des autorités à la crise – politique monétaire accommodante et politique budgétaire keynésienne – tranchent également avec les politiques monétaires américaines restrictives des années 1930 et l'austérité actuelle des politiques budgétaires européennes.

La crise des années 1990 au Japon marque-t-elle pour autant les limites de l'efficacité des politiques économiques face aux désordres des marchés ? Il semble que la grande leçon apportée par le Japon soit plutôt que l'attentisme des autorités et du secteur privé en période de crise joue un rôle central dans l'approfondissement de cette dernière. La crise japonaise souligne aussi qu'en période de désendettement du secteur privé, seules les dépenses publiques peuvent dynamiser l'économie. Une leçon à méditer pour l'Europe.

[17] Forte intermédiation bancaire centrée sur les banques principales, cloisonnement étanche des activités financières, proximité entre les banques, les industries et l'autorité régulatrice (ministère des Finances).

[18] États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Canada.

[19] Dette publique brute. Source : FMI, avril 2012.

[20] Pendant la décennie 1990, les autorités japonaises ont pratiqué une politique budgétaire de « *stop and go* ». De plus, 1/3 seulement des montants des plans annoncés entre 1992 et 2001 ont été injectés dans l'économie.

L'effondrement des valeurs technologiques en 2000, après plusieurs années de forte hausse, constitue un épisode majeur de l'histoire récente des crises. La « bulle Internet » est emblématique des phénomènes d'euphorie spéculative qui rythment la vie économique, des bulbes de tulipes hollandais du XVII^e siècle aux *subprimes* américains en 2007.

Excès de confiance, endettement excessif, anticipations auto-réalisatrices, prise de conscience de la sur-évaluation... Revenant sur les différentes étapes du krach qui frappa ce qui s'appelait alors la « nouvelle économie », Yves Jégourel met en évidence les mécanismes à l'œuvre dans la formation et l'éclatement des bulles spéculatives.

Problèmes économiques

La bulle internet

◎ YVES JÉGOUREL

Maîtres de conférences
à l'université Montesquieu Bordeaux IV

^[1] McKay C. (1841), *Memoirs of extraordinary delusions and the madness of crowds*. Disponible sur internet.

^[2] Cf. Kindleberger C. (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Éditions P.A.U.

La théorie économique s'intéresse, depuis bien des décennies déjà, aux déterminants de la valeur, qu'il s'agisse d'un bien, d'une entreprise, ou encore d'un actif financier. Comment mesurer, par exemple, la valeur d'une entreprise ? Faut-il considérer sa valeur comptable ou sa valeur boursière, lorsque celle-ci existe ? Comment expliquer, enfin, qu'on puisse observer parfois des phénomènes dits « de bulle spéculative » traduisant l'existence d'une différence sensible et croissante entre la valeur *a priori* normale d'un bien ou d'un actif, appelée valeur fondamentale, et sa valeur de marché ?

L'histoire économique et financière est rythmée par des épisodes de bulles. L'euphorie

spéculative qui toucha le bulbe de Tulipe à la cour de Hollande au milieu du XVII^e siècle est le premier d'entre eux : en 1636, au plus fort de ce qu'il fut convenu d'appeler la « tulipomanie », certaines variétés pouvaient s'échanger contre plusieurs milliers de florins, soit l'équivalent, à cette époque, de plusieurs hectares de terrain¹. Moins d'un siècle plus tard, un engouement spéculatif fit flamber le prix des actions de la compagnie de la mer du Sud et, avec lui, ceux des banques, des compagnies d'assurance et du foncier². Lorsque la panique succéda à l'euphorie, nombreux furent les investisseurs, au premier rang desquels Isaac Newton, qui connurent la ruine. Depuis, des bulles spéculatives plus ou moins importantes apparaissent, grossissent puis inévitablement éclatent, comme en témoigne l'épisode majeur qui toucha, à partir de 1998 les actions des entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC).

Les promesses d'une nouvelle révolution industrielle

À cette période, le monde semble à l'aube d'une ère nouvelle, celle d'une quatrième révolution industrielle basée sur les TIC et garante d'une croissance économique durable. Alors que le gouvernement américain décide d'ouvrir pleinement internet à un usage commercial, la valorisation, boursière ou non, des entreprises appartenant à ce qu'il fut convenu d'appeler « la nouvelle économie » connaît une progression record. Ainsi, Netscape, entreprise américaine créée en 1994 et qui commercialisa le premier navigateur internet, est introduite en bourse une année plus tard. Pour son premier jour de cotation, l'action vit son cours passer de 28 à 75 dollars, préfigurant la bulle spéculative sur les valeurs technologiques qui démarra en 1998. Avec un trafic qui progresse, en rythme annuel de 2 300 % à la fin des années 1990 (Becker, 2006), l'explosion d'internet draine avec elle toutes les entreprises opérant dans ce secteur : fournisseurs d'accès, e-commerce, etc. Dans le même temps, les perspectives offertes par le marché de la téléphonie mobile portent les grandes entreprises de télécommunication. La progression de leur valorisation s'accélère, au point de se déconnecter progressivement de la réalité économique : le Nasdaq, marché boursier américain dédié aux entreprises technologiques, voit ainsi son indice phare tripler entre octobre 1998 et mars 2000, tandis que la capitalisation boursière des entreprises de télécommunication est multipliée par six entre le début de l'année 1998 et l'été 2000. Exemple emblématique de cette bulle, Amazon.com voit son cours augmenter de 5 266 % entre son introduction en bourse le 15 mai 1997 et le 23 avril 1999 (Boutron, 2005). Comme le rappelle également une étude de Cooper, citée par Hege (2001), un seul changement de nom, d'une appellation traditionnelle à celle privilégiant le suffixe internet « .com » permettant d'afficher la mise en

œuvre d'une stratégie internet, contribuait à améliorer la valorisation d'une entreprise de près de 20 %.

L'introduction en bourse des *start-up* technologiques et l'excessive valorisation qui en découla n'est pas surprenante. L'importance des dépenses de recherche et développement ainsi que l'incapacité à dégager une rentabilité de court-terme rendent en effet ce type d'entreprises guère éligibles aux financements bancaires traditionnels. C'est donc le capital-investissement ou *private equity*, segment de l'industrie financière dédié au financement des entreprises innovantes, qui alimente le besoin en fonds propres de ces nouveaux acteurs, avant qu'elles ne s'introduisent éventuellement en bourse, une fois le stade de la maturité atteint. Selon le cabinet Pricewaterhouse, plus de 75 % des investissements dans le capital-risque se fit durant l'année 2000 en faveur des entreprises liées à internet. Du côté des grands opérateurs de télécommunication, de vastes opérations de fusion-acquisitions se dessinent en vue, notamment, de répondre au marché grandissant de la téléphonie mobile. Le besoin de financement de ce secteur est alors considérable et les agents en capacité de financement n'hésitent pas à y répondre : en 2000, l'endettement total des six plus gros opérateurs européens de télécommunication (Deutsche Telekom, France Télécom, Telecom Italia, Telefonica, British Telecom et Vodafone) s'élève à près de 220 milliards d'euros contre moins de cent milliards deux années plus tôt (Plane, 2004).

À l'instar de nombreux épisodes de bulles spéculatives, l'abondance et la disponibilité des capitaux favorise l'engouement des investisseurs. Deux raisons principales orientèrent leurs stratégies en faveur des technologies de l'information et de la communication (TIC). Dopée par l'idée d'une nouvelle révolution industrielle, la perception que les TIC allaient générer d'importants profits sur le long terme, en raison notamment des gains de productivité qu'elles

Excès de confiance, euphorie et rationalité mimétique : les caractéristiques des phénomènes de bulle

L'excès de confiance et l'euphorie qui lui succède, synonyme d'une perte de rationalité, sont des éléments centraux pour comprendre la dynamique d'une bulle. Pour Albouy (2005), « l'important à ce stade n'est plus de savoir si l'action est à son juste prix – sa valeur fondamentale – mais d'anticiper ce que les autres vont faire. La hausse entretient alors la hausse et le marché se déconnecte de la réalité économique ». Il peut donc ne pas y avoir d'incompatibilité entre la rationalité individuelle de l'investisseur et l'irrationalité collective du marché³. Imaginons, pour le comprendre, un marché financier ou interagissent un nombre déterminé d'investisseurs sur une action donnée. Le premier d'entre eux connaît la valeur fondamentale de cette action qu'il compare avec sa valeur de marché. Observant que celle-ci est supérieure à sa valeur « normale », signe d'une surévaluation, il pense qu'il conviendrait de la vendre. Il considère néanmoins que les autres investisseurs estiment à tort que le cours de l'action va continuer à progresser et qu'ils vont en conséquence l'acheter, au lieu de la vendre, contribuant ainsi à maintenir sa dynamique haussière. Préférant avoir tort avec les autres que raison tout seul, ce premier investisseur va donc aller à l'opposé de ses anticipations initiales et acheter l'actif en question. Le deuxième individu, contrairement à ce que considérerait le premier investisseur, pense lui aussi que l'action est surévaluée, mais estime, à l'instar cette fois du premier agent, que les autres vont l'acheter : il l'achètera donc également. En appliquant cette logique à l'ensemble des investisseurs, on comprendra qu'il existe une rationalité à anticiper ce que les autres intervenants anticipent, puisque celle-ci est auto-validante⁴ : la hausse des cours n'est alors plus expliquée

allaient susciter, fut, en premier lieu, un facteur déterminant du choix des investisseurs. À cette époque, nombreux sont les pays de l'OCDE qui ouvrent les marchés de la télécommunication à la concurrence, entraînant de vastes opérations de fusions-acquisitions entre les grands acteurs du marché, en vue notamment du développement de la téléphonie mobile. Dans le même temps, des vagues de rachats de jeunes entreprises innovantes se succèdent, afin que celles-ci ne tombent pas dans le giron de leurs concurrents. Les investisseurs perçoivent alors le potentiel de création de valeur de ces opérations. En second lieu, l'idée selon laquelle il ne peut y avoir de concurrence à terme sur le marché des nouvelles technologies s'était imposée et renforça l'attractivité du secteur des TIC. Pour Hege (2001), « la majorité des investisseurs imaginait que la concurrence *winner takes all* deviendrait un jeu où, *ex ante*, les participants – en moyenne et malgré les risques – gagneraient davantage que sous une concurrence traditionnelle ». À l'image de Netscape, évincé du marché au profit du navigateur Internet exploré développé par le géant Microsoft, les entreprises les moins concurrentielles devaient disparaître progressivement au point de laisser place à une situation de monopole naturel, synonyme de profits considérables pour l'entreprise dominante et d'importantes plus-values pour les investisseurs l'ayant financée initialement.

On ne saurait cependant expliquer la bulle internet sans faire référence à la psychologie collective des investisseurs et l'irrationalité qui en découle. Comme le rappelle Kindleberger (1994), « l'optimisme s'installe. Dans ce climat de confiance et de prospérité durable, l'attrait des placements en portefeuille ne cesse de grandir. Les institutions financières acceptent des structures de passifs peu liquides qu'elles auraient condamnées en d'autres temps plus sereins. La hausse est en cours et s'alimente d'elle-même, jusqu'à tourner à l'euphorie spéculative ».

^[3] Voir Blanchard O. (1979), « Speculative bubbles and rational expectations », *Economic Letters*, 3.

^[4] Ce phénomène a été décrit par Keynes en 1986 dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Voir également Orléan A. (1986), « Mimétisme et anticipations rationnelles : une perspective keynésienne », *Recherches économiques de Louvain*, 52 (1).

par les fondamentaux d'entreprise, d'un secteur d'activité ou d'une économie, mais par les anticipations des investisseurs et le comportement mimétique qui en découle. Cette dynamique autoréférentielle fut largement à l'œuvre dans la bulle internet, car rien ne justifiait une telle envolée de la valorisation des entreprises des TIC et, plus globalement, des entreprises cotées. En effet, comme le rappelle Brenner (2003), le taux de profit des entreprises chuta de 20 % entre 1997 et 2000, ce qui aurait naturellement dû freiner, sinon stopper, l'envolée des cours boursiers. La myopie des investisseurs conduisit pourtant les entreprises à accumuler du capital par l'émission de nouvelles actions, soit par des prêts bancaires garantis par des actions. La progression des marchés financiers qui, en temps normal, repose sur une amélioration du profit des entreprises, devint le moteur de la croissance économique. La politique monétaire américaine, devenue alors particulièrement accommodante, joua un rôle central dans cette dynamique.

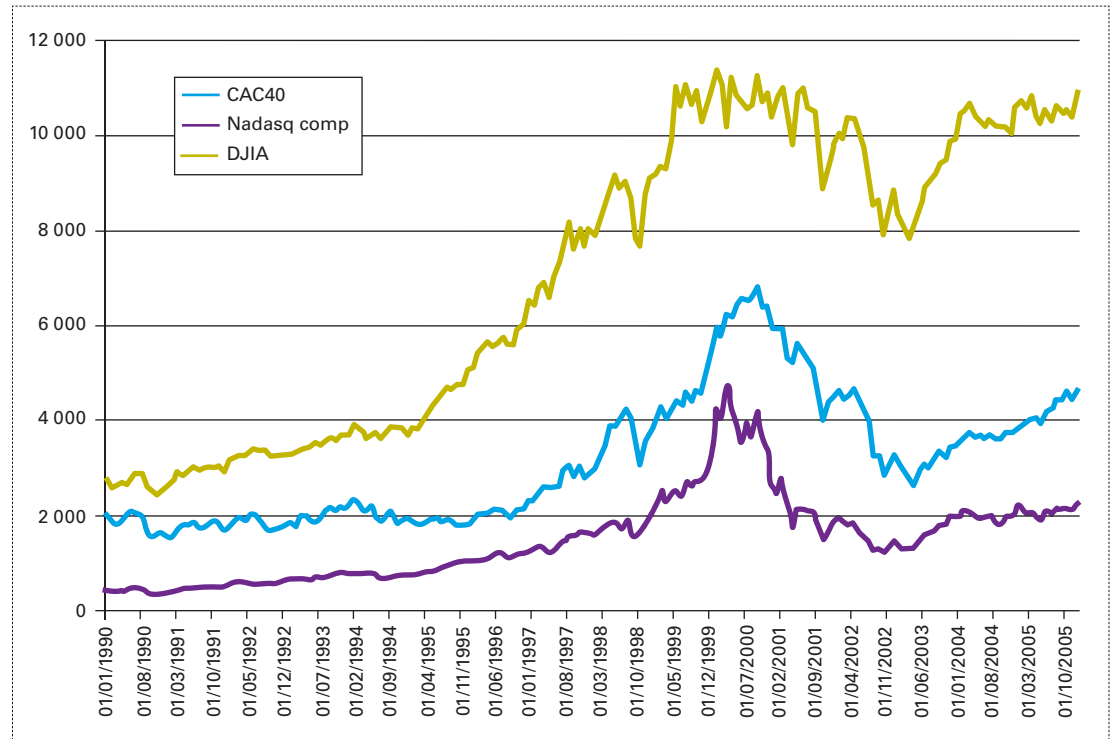
Comme le rappelle Kindleberger (1994), l'excès de crédit dans une économie est en effet une caractéristique commune des phénomènes de bulle, qui prévalut autant pour la compagnie des mers du Sud que pour les valeurs technologiques. En favorisant l'expansion du crédit et, consécutivement, la baisse des taux d'intérêt réels, la politique monétaire menée par la Réserve fédérale américaine conduisit en effet les investisseurs à délaisser les placements traditionnels, devenus moins rentables, au profit des investissements en bourse ou dans le capital des sociétés technologiques non cotées. L'endettement croissant des entreprises des TIC, qui aurait dû limiter l'appétit des investisseurs et le financement bancaire, était alors vu comme une des conditions *sine qua non* de leurs profits futurs. Une spirale où la hausse des cours boursiers et l'endettement s'alimentent mutuellement se met alors en place, d'autant que la généralisation du système des stock-options, visant à offrir aux cadres dirigeants et à certains salariés des titres de la société dans laquelle

ils travaillent, renforce les stratégies de valorisation des cours boursiers.

De l'euphorie au krach boursier

Construite sur des anticipations auto-réalisatrices et délaissant les critères traditionnels d'investissement, la hausse des cours boursiers ne pouvait naturellement pas continuer à l'infini et il suffisait d'un seul élément déclencheur pour que la bulle internet éclate : ce fut le prix, jugé exorbitant, des licences UMTS pour la téléphonie de troisième génération, payé par les opérateurs de télécommunications en mars 2000. Les investisseurs prennent à ce moment-là conscience du niveau d'endettement considérable du secteur, doutent de la pertinence de certaines opérations de fusions-acquisitions et réalisent que les profits escomptés seront bien plus faibles qu'espérés. Ceci est d'autant plus vrai que les taux directeurs américains remontent à partir de 1999, contribuant à augmenter les contraintes d'endettement. La psychologie des marchés financiers évolue radicalement, passant d'un excès d'optimisme au doute puis à la panique. Une course à la revente des actions afin de limiter des moins-values s'engage alors, contribuant à la sévérité de l'éclatement de la bulle internet, tandis que le secteur bancaire, confronté à cette élévation globale des risques, ferme le robinet du crédit. Pour Plane (2004), « le retournement des marchés financiers a eu un effet de dominos. Cela a enclenché les problèmes de soutenabilité de l'endettement du secteur des télécommunications, qui, en retour, ont accéléré la chute des cours boursiers. Les investisseurs ont retiré leurs capitaux, révélant des taux d'endettement (dette brute/capitalisation boursière) de plus en plus importants au fur et à mesure que la valeur boursière des entreprises de télécommunications baissait ». L'ensemble des places boursières de l'Union européenne, des États-Unis et du Japon chute alors lourdement. Le Nasdaq connaît ainsi son apogée en mars 2000 à 5 048 points, puis plonge de près

L'évolution des indices boursiers français et américains (1990-2005)



Source : Datastream

de 65 % en une année. Le CAC40, qui avait atteint le record historique de 6 944 points le 4 septembre 2000, s'effondre un an plus tard à 4 413 points, avant de plonger à nouveau à la suite des attentats du 11 septembre 2001.

Les faillites se multiplient pour les entreprises les plus endettées, auxquelles s'ajoutent, à l'image des sociétés WorldCom et Enron, des manipulations frauduleuses visant à dissimuler d'importantes pertes comptables. Les agences de notation dégradent également la notation des entreprises de télécommunication en raison de l'aggravation de leur endettement. L'économie mondiale est alors menacée. Pour Brenner (2003), « l'énorme masse d'usines et d'équipements superflus, héritage du boom de mauvais investissements activé par la bulle spéculative, devint pour chacun une évidence. Les

entreprises n'avaient plus guère de raison d'accumuler de nouveaux moyens de production ni de forces productives, mais elles avaient toutes les raisons de se lancer dans une guerre des prix. L'économie plongea dans la récession ». Il faudra en réalité attendre la fin de l'année 2002 pour que le krach boursier cesse, en raison notamment de la très forte baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine, puis de la Banque centrale européenne.

Une question subsiste alors. L'alternance de bulles et de crises financières est-elle endogène au système capitaliste ? Bien que contestée et ne pouvant être appliquée en tout point à la bulle internet, l'hypothèse de l'instabilité financière proposée par Minsky⁵ tend à le démontrer. Ainsi, en phase d'expansion économique, l'accroissement des profits des

^[5] Minsky H. (1982), « The financial instability hypothesis : capitalistic processes and the behavior of the economy », in Kindleberger C., Laffargue J.-P. (eds), *Financial crises : theory, History and Policy*, Cambridge University Press.

entreprises conforte la confiance des agents et diminue la préférence pour la liquidité, au profit d'investissements plus risqués. Dans le même temps, la vigilance des agents en capacité de financement s'atténue progressivement, contribuant ainsi à une montée globale de l'endettement et, consécutivement une fragilisation financière de l'économie, propice au déclenchement d'une crise systémique.

La très récente introduction en bourse de l'entreprise Facebook, créée il y a seulement dix ans et valorisée à plus de 100 milliards de dollars, a conduit certains observateurs de la finance à se demander s'il ne fallait pas y voir les prémises d'une nouvelle bulle

spéculative sur les valeurs internet. Quelle que soit la réalité de cette observation, force est de constater que les épisodes d'euphorie boursière suivie de panique se succèdent depuis des siècles sans que le régulateur ne puisse réellement y mettre fin. La crise financière qui débuta durant l'été 2007 puis s'aggrava profondément à partir de 2008 trouve en effet son origine au lendemain de l'éclatement de la bulle internet, lorsque la Réserve fédérale décida de soutenir l'économie par une politique monétaire expansionniste, donnant le point de départ à ce qui allait devenir, aux États-Unis, mais également dans certains pays européens... une bulle immobilière.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **ALBOUY M.** (2005), « Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers ? », *Revue française de gestion*, 157 (4).

❖ **BECKER W.** (2006) « The dot.com revolution in historical perspective », *Entreprises et histoire*, 43 (2).

❖ **BOUTRON E.** (2005), « Création de valeur et sous-performance à long terme des

IPO sur le second marché, *Revue française de gestion*, 156 (3).

❖ **BRENNER R.** (2003), « Vers le précipice : retour sur l'emballage financier américain, *Le Débat*, 126 (4).

❖ **HEGE U.** (2001), L'évaluation et le financement des *start-up* internet, *Revue économique*, 52 (7).

❖ **KINDLEBERGER C.** (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Editions P.A.U.

❖ **PLANE M.** (2004), « Le secteur des télécommunications surfe-t-il de bulle en bulle ? », *Revue de l'OFCE*, 88 (1).

La « Grande Récession » est la crise la plus importante qu'ont connue les pays développés depuis les années 1930. Le défaut de paiement d'emprunteurs américains peu solvables, à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, a tout d'abord conduit à une crise de liquidité bancaire en août 2007. Malgré l'intervention massive des pouvoirs publics, les difficultés des banques perdurent et la crise des *subprimes* s'étend à l'économie réelle à l'automne 2008 ; les gouvernements réagissent par de vastes plans de relance qui favorisent, début 2010, la dérive des finances publiques dans plusieurs pays. Les craintes liées au gonflement des dettes souveraines provoquent alors un nouvel épisode de crise, éloignant les perspectives de reprise.

Cette crise interroge les bienfaits de la globalisation financière et du modèle de croissance des années 1990 et 2000.

C. F.

Les mécanismes de la Grande Récession

© **NICOLAS COUDERC**

Professeur affilié ESCP-Europe

OLIVIA MONTEL-DUMONT

Cahiers français et Problèmes économiques

(*) Ce texte reprend par endroits des passages de l'ouvrage suivant : Couderc N., Montel-Dumont O. (2009), *Des subprimes à la récession : comprendre la crise*, Paris, La Documentation française/France info.

La crise économique que l'on désigne désormais par le terme de « Grande Récession » est la plus longue et la plus sévère depuis celle des années 1930 : en 2008-2009, la croissance mondiale a brutalement chuté (2,8 % et – 0,6 % contre 5 % par an environ depuis 2004) tandis que le commerce mondial s'est littéralement effondré. Certes, les chiffres sont sans commune mesure avec la Grande Dépression, où il avait fallu, dans la plupart des pays touchés,

plus de dix ans pour retrouver le niveau de production d'avant la crise.

La Grande Récession et ses prolongements dans la crise des dettes souveraines se rapprochent toutefois de la crise des années 1930 par son statut et sa gravité : elle interroge, pour de nombreux observateurs, le modèle de croissance qui prévalait depuis au moins deux décennies et remet en question les grands choix institutionnels européens des années 1990. Tout comme la crise des années 1930 avait poussé les gouvernements, dans la période de l'Après-guerre, à tirer les leçons du marasme et bâtir des institutions internationales propices au maintien de la paix et de la prospérité, la crise récente a fait émerger la nécessité de reconstruire la gouvernance mondiale et réguler la finance globalisée.

Prologue : le développement des crédits *subprime*

La Grande Récession a été déclenchée par une crise financière mondiale^[1] partie d'un segment très particulier du crédit immobilier aux États-Unis : celui des crédits *subprime*, proposés à des ménages américains ne présentant pas les garanties financières nécessaires pour accéder aux emprunts « normaux », dits « *prime* ». Compte tenu du profil des emprunteurs, ces crédits présentent plusieurs spécificités par rapport aux emprunts normaux :

- les taux d'intérêt sont plus élevés : une clientèle peu solvable présente un risque plus important qu'une clientèle normale pour le prêteur, qui exige donc une rémunération plus élevée ;

- les remboursements s'échelonnent en moyenne sur une plus longue durée (vingt-cinq ou trente ans) ;

- dans de nombreux cas, les remboursements sont faibles les premières années puis s'alourdissent. Les établissements de crédit utilisent en effet pour séduire une clientèle fragile un système de taux d'intérêt promotionnel pendant quelques années (« *teaser rate* »), qui se transforme en un taux beaucoup plus élevé (et souvent variable) à la fin de la période de grâce.

Ce type de crédit s'est abondamment développé aux États-Unis au cours de la dernière décennie : l'encours des prêts *subprime* est ainsi passé d'une centaine de milliards de dollars en 1998 à 1 300 milliards en 2006. Ces crédits concernaient alors près de six millions de ménages. Trois raisons principales ont rendu possible leur multiplication :

- l'absence de règles protégeant les emprunteurs vulnérables aux États-Unis : dans un contexte de forte valorisation de l'accès à la propriété, de nombreux ménages se sont laissé séduire par ces formules de prêt attractives sans toujours avoir conscience des modalités réelles de remboursement ;

- le boom de l'immobilier : les prêteurs pouvaient compter sur la revente du bien immobilier en cas de défaut de paiement. Or, comme le prix des logements progressait fortement, ils pensaient pouvoir récupérer à coup sûr la somme due ;

- le développement de la titrisation : les crédits *subprime* ont été fractionnés et incorporés à différents titres (d'où le terme de titrisation) et revendus sur les marchés financiers. Cette opération permet de partager les risques : si un ménage se retrouve dans l'incapacité de rembourser son emprunt, comme sa dette a été « partagée » entre de nombreux créanciers aux portefeuilles diversifiés, le défaut de paiement est presque indolore pour le créancier. En contrepartie, la titrisation dissémine le risque dans l'ensemble du système financier. Cela ne pose pas problème tant que les risques de défaut de paiement sont indépendants. Mais si ce n'est pas le cas, le scénario où de nombreux défauts de paiement se produisent simultanément et mettent en difficulté plusieurs institutions financières devient vraisemblable ; c'est précisément ce qui s'est produit pour la crise des *subprimes* : les capacités des ménages à rembourser leur emprunt étaient dépendantes les unes des autres car liées aux tendances du marché de l'immobilier.

[1] Cette explication fait consensus mais n'est pas partagée à l'unanimité : l'économiste américain Eugene Fama, spécialiste de la finance et théoricien des « marchés efficients », considère que la crise financière est la conséquence et non la cause de la récession (voir encadré p. 90-91).

Acte 1 : l'explosion de la bulle immobilière et ses conséquences

Une hausse des défauts de paiement des emprunteurs *subprime*...

Le marché immobilier américain se retourne au second semestre 2006. Immédiatement, les conséquences de l'explosion de la bulle se font sentir sur les emprunteurs et les défauts de paiement augmentent dans le secteur des *subprimes* : le taux moyen de défaut passe ainsi d'environ 11 % au début de 2006 à

environ 14 % au début de 2007, pour dépasser 20 % en 2008.

... qui sème le doute sur la qualité des produits titrisés

La diffusion d'informations sur la détérioration des crédits *subprime* provoque une méfiance croissante envers les produits titrisés, qui s'amplifie avec les premières alertes lancées par les agences de notation ; celles-ci dégradent en effet à partir de mi-2007 les notes de centaines de produits liés aux crédits *subprime*. Dans ce contexte, beaucoup de produits structurés ne trouvent plus preneur, même à des prix dérisoires, et les institutions financières se mettent à craindre qu'une banque fasse faillite : cette méfiance entre banques est la conséquence directe de l'opacité provoquée par la titrisation, qui rend impossible la connaissance de l'exposition réelle des banques à ces produits. En somme, le poison des *subprimes* est un peu partout, sans qu'on puisse réellement identifier où il se trouve exactement.

... et provoque une crise de liquidité bancaire

Dans le doute, les banques arrêtent de se prêter entre elles, ce qui entraîne une crise de liquidité. C'est une menace importante pour le secteur bancaire et plus largement l'économie : les banques ont en effet besoin de s'approvisionner quotidiennement en liquidités. Pour cela, elles vendent des actifs, ce qui implique que certains acteurs soient prêts à les acheter. Si personne n'en veut, les banques risquent de se retrouver à court de liquidités et de faire faillite. Cette situation inquiétante contraint les banques centrales à intervenir début août 2007. À ce stade, la crise déborde le simple cadre des crédits *subprime* pour se transformer en une grave crise de liquidité bancaire mondiale.

Un véritable cercle vicieux se met alors en place : la crise de confiance exerce une pression à la baisse sur la valeur d'un nombre croissant d'actifs détenus par les banques.

Face à ces moins-values latentes, les banques sont forcées de vendre des actifs pour obtenir des liquidités. Elles se retrouvent devant l'alternative suivante : vendre des actifs dépréciés, réalisant ainsi des moins-values en capital et accentuant la chute des prix ou vendre des actifs qui n'ont pas encore été touchés par la crise. Logiquement, les banques choisissent massivement la seconde option. Mais ce raisonnement, parfaitement valable au niveau d'une banque, montre ses limites lorsqu'on le généralise : quand les ventes d'un actif de « bonne » qualité sont massives, son prix se met également à chuter. En d'autres termes, les comportements des investisseurs et des banques ont permis la propagation de la crise de marché en marché et de produit en produit. Les banques font alors face à une double crise :

- une crise de liquidité, c'est-à-dire une incapacité à trouver les financements de court et moyen termes nécessaires à leurs activités quotidiennes ;
- une crise de capital, en raison de la dépréciation de leurs actifs : plus aucun investisseur ne souhaite leur apporter de fonds propres.

Acte 2 : éviter une crise bancaire systémique

Les banques sont ainsi prises dans une spirale infernale de pertes, dont l'annonce régulière alimente la méfiance et contribue à la dévalorisation des actifs. Victime emblématique de cette crise bancaire, la banque britannique Northern Rock est finalement nationalisée en février 2008. En mars, le fonds spéculatif Carlyle Capital fait défaut sur 16,6 milliards de dollars de dette et entraîne dans sa chute la banque d'investissement américaine Bear Sterns. Celle-ci échappe de peu à la faillite, grâce à l'action du Trésor américain et de la Réserve fédérale, qui orchestrent son rachat par la banque d'investissement JP Morgan.

En juillet 2008, deux agences américaines de refinancement hypothécaire, Freddie Mac et Fannie Mae, se trouvent à leur tour dans une situation critique. Ces deux agences constituent les piliers du marché du crédit immobilier américain : elles rachètent aux établissements de crédit une partie des prêts immobiliers qu'ils ont accordés pour les conserver jusqu'à échéance ou les titriser et les revendre sur le marché. Dans un contexte de baisse des prix et de hausse des défauts, elles enregistrent des pertes de plusieurs milliards de dollars par trimestre, car elles ont assuré des quantités importantes de crédits et subissent la dépréciation des portefeuilles de prêts qu'elles détiennent. Or, la faillite de ces agences aurait des conséquences très graves sur le système financier, car elles détiennent ou garantissent 5 200 milliards de dollars de créances hypothécaires, soit plus de 40 % de l'encours du crédit immobilier américain. Après l'échec des premières mesures d'aides du Trésor américain, elles sont finalement mises sous tutelle publique le 7 septembre 2008.

La dynamique négative de la crise s'accélère courant septembre : le 12, deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers, se trouvent à leur tour au bord de la faillite. La première est rachetée par Bank of America, mais la seconde ne trouve finalement pas de repreneur et le secrétaire d'État au Trésor américain, Henry Paulson, la laisse faire faillite. La raison de cette décision est simple : les sauvetages successifs de Bear Stearns, Freddie Mac et Fanny Mae puis Merrill Lynch accréditent largement la thèse d'un « sauvetage » garanti pour les banques en cas de problème, ce qui peut les pousser à prendre des risques excessifs. Pour faire office de « contre-exemple » et rappeler au marché que rien n'oblige les pouvoirs publics à renflouer les banques, rien de mieux qu'une banque d'investissement de taille « réduite » : elle ne reçoit pas de dépôts de la part de particuliers et sa taille peut laisser penser que les dégâts collatéraux seront limités. Mais les conséquences d'une telle faillite ont été mal

évaluées, car cette décision provoque des réactions en chaîne : elle fait chuter tous les marchés financiers mondiaux, amplifie la défiance réciproque des banques et surtout pousse le numéro un de l'assurance mondiale, AIG, au bord de la faillite. En effet, plusieurs compagnies d'assurance – dont AIG – avaient vendu des *Credit Default Swaps* (CDS) assurant leurs détenteurs contre le risque de défaut de paiement lié à des obligations Lehman Brothers. Le sauvetage d'AIG par le Trésor américain et la Fed n'empêche pas le déclenchement d'un véritable vent de panique sur les marchés financiers. Celui-ci est fatal aux deux banques d'affaires indépendantes restantes, Goldman Sachs et Morgan Stanley, qui doivent se transformer en simples banques commerciales pour avoir accès aux liquidités de la Réserve fédérale, réservées aux banques ayant ce statut. Dans le même temps, le marché interbancaire connaît de nouveaux blocages ; dans ces conditions, les banques les plus fragiles font faillite, sont sauvées par les pouvoirs publics ou sont rachetées à des prix symboliques : le 18 septembre, Halifax Bank of Scotland (HBOS) est rachetée par Lloyds TSB. La banque Fortis est sauvée de la faillite par des prises de participation des États belge, néerlandais et luxembourgeois, le 29 septembre, et Dexia est sauvée par les gouvernements français et belge le lendemain. Le 7 octobre, l'Islande, dont la croissance des années précédentes reposait en grande partie sur le secteur financier, annonce qu'elle est menacée de faillite.

Acte 3 : propagation à l'économie réelle

Entre juin 2007 et le début de 2009, les banques ont perdu près de 700 milliards de dollars et les principaux indices boursiers ont chuté de 40 à 60 %. La succession spectaculaire des faillites de grands établissements bancaires a pu donner l'impression que la crise n'affectait que le monde de la finance, et qu'elle ne concernait pas le quotidien des

gens ordinaires. Il n'en est rien : la transmission de la crise à l'économie réelle a reposé sur deux mécanismes complémentaires.

Le canal du crédit

Le premier canal de transmission de la crise est la contraction de l'offre de crédit : comme les banques éprouvent les plus grandes difficultés à trouver des liquidités et des fonds propres, elles sont moins en mesure d'octroyer des prêts aux entreprises et aux ménages. Le coût des emprunts – le taux d'intérêt – est également accru, car l'ensemble des créanciers exigent des primes de risque plus élevées en raison de la crise de confiance qui s'est installée. Les PME sont les premières à souffrir de cette situation, les banques préférant les emprunteurs les moins risqués (États et grandes entreprises). L'assèchement du crédit réduit l'activité économique : sans la possibilité de recourir à des emprunts, les ménages réduisent leurs dépenses, tandis que les entreprises reportent ou annulent des investissements, voire rencontrent des problèmes de trésorerie pouvant les mener à la faillite.

Le canal de la dépréciation des actifs

Le second canal réside dans la dépréciation des actifs, mobiliers et immobiliers. La baisse des prix de l'immobilier et la chute des cours boursiers dévalorisent les patrimoines des ménages. Ils voient donc leur richesse réelle baisser et peuvent avoir tendance à épargner davantage afin de reconstituer la valeur initiale de leur patrimoine. Si les comportements des ménages s'ajustent de cette manière, il y a un effet négatif sur la consommation qui amplifie la crise. Cet effet est particulièrement visible aux États-Unis, car les ménages américains sont très sensibles aux dépréciations d'actifs, du fait de leur épargne retraite investie pour moitié en bourse.

De plus, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la dépréciation des actifs pèse aussi sur la consommation par le biais de la capacité

d'endettement des ménages. Celle-ci dépend en effet de la valeur des patrimoines : quand un ménage voit la valeur de sa maison progresser, il peut à nouveau s'endetter à hauteur de cette plus-value potentielle. Le boom de l'immobilier a donc encouragé la progression de l'endettement des ménages. C'est évidemment l'inverse lorsque l'immobilier se déprécie. La restriction de l'accès au crédit des ménages américains et anglais est donc liée à la fois aux difficultés des banques et à la dégradation de leur situation personnelle.

Les entreprises cotées en bourse sont quant à elles affectées par la baisse des cours de leurs actions, qui renforce leurs difficultés à lever des fonds : alors que le crédit est devenu plus rare et plus cher, les entreprises ont également du mal à se financer en émettant des actions : les investisseurs sont peu motivés pour acheter de nouveaux titres dans un contexte de crise, et de plus, comme les valorisations des entreprises sont faibles, l'obtention d'un certain montant de ressources exige de vendre un nombre élevé d'actions, ce qui affaiblit les actionnaires en place en « diluant » le capital de l'entreprise entre de nombreux propriétaires.

Acte 4 : des plans de relance face à la récession

Dans la plupart des pays industrialisés, le recul de la production est amorcé dès le deuxième trimestre 2008, mais c'est surtout à la suite de la faillite de Lehman Brothers que la récession se déclenche. La baisse du PIB s'accélère donc particulièrement au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Au total, sur l'année 2009, le PIB en volume a reculé de 4 % dans la zone euro (2,2 % en France), de 2,4 % aux États-Unis et de 5,2 % au Japon.

La crise économique se traduit par une progression du nombre de défaillances d'entreprises. En France, celles-ci ont progressé de plus de 10 % en 2008 et d'autant en 2009 : il y a eu 61 000 faillites en 2009, un niveau qui

n'avait pas été atteint depuis 1993. Les secteurs de l'automobile et du BTP, qui étaient déjà fragilisés avant la crise, se trouvent désormais dans une situation préoccupante.

Ainsi, aux États-Unis, plus de 8 millions d'emplois ont été détruits depuis le début de 2008. Dans le même temps, le taux de chômage est passé de 4,8 % à 9,5 %, avec un pic à 10,2 % en novembre 2009. On retrouve une évolution comparable bien que moins forte en France, avec une hausse du taux de chômage de 7,6 % au premier trimestre 2008 à 9,9 % au début de l'année 2010.

Les difficultés des entreprises et des ménages ont tendance à se renforcer les unes les autres : les problèmes des entreprises les poussent à licencier ou à créer moins d'emplois, ce qui diminue les revenus des ménages. Parallèlement, la baisse de demande des ménages, due à la fois aux dépréciations patrimoniales et aux contractions de revenus, effectives ou anticipées, fait baisser les ventes des entreprises, les incitant à réduire leur niveau d'activité et d'emploi.

Face à une telle dégradation de la situation économique, les gouvernements ne se contentent plus de sauver le secteur bancaire de la faillite ; ils se mettent à agir directement sur le niveau d'activité économique pour tenter de limiter l'ampleur et la durée de la récession. Des plans de relance ont été mis en place dans la quasi-totalité des pays touchés par la crise. Aux États-Unis, un plan de relance massif de plus de 800 milliards de dollars est annoncé, tandis que les gouvernements européens adoptent des mesures chiffrées à 200 milliards d'euros, avec de fortes divergences entre les pays, à la fois en termes de montants concernés et de modalités. Ainsi, le plan britannique est principalement orienté vers le soutien au pouvoir d'achat des ménages (75 % du montant des mesures), alors que la France privilégie le soutien aux entreprises.

Au total, ces différents plans ont soutenu l'activité et l'emploi ; la Commission européenne estime ainsi que les plans de relance

européens ont permis à la zone de bénéficier de 0,75 point de PIB en plus en 2009 et d'environ 0,4 point en 2010. De même, aux États-Unis, environ 3 millions d'emplois ont été sauvés grâce au plan de soutien à l'activité. Parallèlement, les banques centrales mettent en œuvre des mesures conventionnelles (politiques d'*open market* et fortes baisses de taux d'intérêt) assorties de mesures non conventionnelles modifiant la structure de leur bilan².

Acte 5 : la reprise retardée par la crise des dettes souveraines

La sortie de la récession a été amorcée au deuxième trimestre 2009 pour l'économie mondiale et au troisième trimestre pour les États-Unis et la zone euro. Néanmoins, la sortie de crise est retardée par les inquiétudes croissantes face à la dégradation des finances publiques, qui débouche en Europe sur une véritable crise des dettes souveraines, dont l'aboutissement est le défaut de la Grèce en mars 2012.

La détérioration de l'état des finances publiques

Les plans de soutien au secteur bancaire et à l'activité ont considérablement creusé les déficits publics. À cela s'est ajouté le recul des PIB, qui a mécaniquement diminué les rentrées fiscales et augmenté les ratios de déficit. Il en résulte une envolée des ratios d'endettement public dans les principales économies avancées. Dans la zone euro, la dette publique passe ainsi de 66 % du PIB en 2007 à 88 % en 2011. La dynamique est préoccupante, y compris dans les pays dont les États étaient peu endettés. C'est même parmi les pays dont la gestion des finances publiques avait été la plus vertueuse dans les années 2000 (Irlande, Espagne, Portugal) que la crise a été la plus aiguë, révélant après coup un principe de vases communicants entre endettement privé et endettement public : dans plusieurs pays, la compression du pouvoir d'achat liée à la

^[2] Pour tout ce qui concerne l'intervention des pouvoirs publics et des banques centrales face à la Grande Récession, voir l'article de Jérôme Creel, p. 101 à 107.

restriction des dépenses publiques a été compensée par un recours croissant à l'endettement privé (Espagne, Irlande, Royaume-Uni). La crise provoque instantanément un transfert de cette dette accumulée au secteur public, mécanisme classique qui s'observe régulièrement dans la foulée des crises financières³.

La dette publique de l'Irlande augmente ainsi de 25 % du PIB en 2007 à 87,3 % en 2011.

La zone euro enlisée dans la crise

Si l'alourdissement des ratios d'endettement public ne pose pas de problème majeur aux États-Unis – même depuis la perte du triple A en août 2011 –, ni au Japon – malgré le franchissement du seuil symbolique des 200 % –, ni même au Royaume-Uni, il n'en est pas de même au sein de la zone euro. La crise grecque fait apparaître au grand jour les failles institutionnelles de l'Union monétaire. Il en résulte une nouvelle crise de confiance entretenue par les tergiversations des dirigeants européens, particulièrement grave puisque c'est l'avenir de la monnaie unique qui est en jeu⁴. Le revirement durable vers la rigueur budgétaire, destiné à mettre fin à la crise des dettes souveraines, pèse fortement sur la croissance... ce qui détériore encore les ratios de finances publiques⁵. À cette spirale négative s'ajoutent les difficultés du secteur bancaire, fragilisé par le défaut de l'État grec, par la situation critique de l'Espagne et du Portugal, et plus généralement par la menace pas encore écartée d'implosion de l'Union monétaire. La zone euro est ainsi à nouveau menacée de récession pour 2012 et la croissance devrait demeurer inférieure à 1 % en 2013.

La globalisation financière en question ?

Si certains économistes ont vu dans la crise des *subprimes* et la Grande Récession qui l'a suivie une manifestation des défaillances de

l'intervention publique (voir encadré), la plupart d'entre eux, toutefois, l'attribuent à un défaut de gouvernance de la mondialisation financière et aux failles du modèle de croissance néolibéral des années 1990 et 2000.

La mondialisation financière a en effet permis la mise en place et le maintien d'importants déséquilibres de balances de paiement (voir graphiques 5 p. 99 et 1 p. 117). S'est ainsi installée une véritable complémentarité financière entre des nations développées en besoin de financement (majoritairement les États-Unis) et des nations émergentes en capacité de financement (en particulier la Chine). Ces déséquilibres n'ont pas tant été encouragés par la libéralisation des mouvements de capitaux que par les progrès de l'ingénierie financière (voir Brender et Pisani, 2009). Si leur existence suppose un transfert d'épargne entre régions du monde, elle s'appuie également sur un transfert de risques. En effet, l'épargne excédentaire des régions émergentes était placée sans risques. Or, un trop-plein d'épargne (dont la contrepartie est un trop-plein d'endettement) finit toujours par être associé à des risques. Il a donc fallu que les pays développés assument les risques que les pays émergents ne prenaient pas. Cela n'aurait pas été possible sans l'essor d'innovations financières assurant la circulation des risques (titrisation, produits dérivés). C'est précisément ce qui s'est produit : dans les décennies 1990 et 2000, s'est développé un véritable système bancaire « alternatif » ou « de l'ombre » (*shadow banking system*), délestant le système bancaire classique des risques de ses opérations, sans pour autant collecter d'épargne. Que ce soit du côté de l'épargnant ou de celui de l'emprunteur, la possibilité de transférer le risque de ses propres opérations financières vers d'autres agents économiques incite à en prendre davantage et accroît l'opacité du système financier. De plus, ce système alternatif ne faisait l'objet d'aucune régulation : il a donc permis aux banques de contourner les règles prudentielles auxquelles elles étaient soumises⁶.

[3] Voir Reinhart C., Rogoff K. (2008).

[4] Pour tout ce qui concerne la crise des dettes souveraines dans la zone euro, voir l'article de Franck Lirzin, p. 108 à 114.

[5] Un certain nombre d'économistes préconisent d'ailleurs un arrêt de l'austérité, conformément aux préceptes keynésiens. Paul Krugman (2012) défend ainsi les dépenses publiques comme seul remède à la crise.

[6] Les banques font l'objet de multiples réglementations, au niveau national mais également international avec le Comité de Bâle. Elles sont notamment soumises à des ratios limitant les crédits qu'elles accordent en fonction de leurs fonds propres.

ZOOM

LES ÉCONOMISTES FACE À LA CRISE : INEFFICIENCE DES MARCHÉS OU INEFFICIENCE DES POUVOIRS PUBLICS ?

À la suite de la Grande Récession, la nécessité de réguler davantage la finance mondiale semble faire consensus. Les économistes restent néanmoins divisés sur les causes profondes de la crise, ainsi que sur la question de l'efficacité des marchés et de l'intervention publique.

Le fonctionnement des marchés financiers en question

La gravité de la Grande Récession, le fait qu'elle suive directement la débâcle des *subprimes*, mais également la proximité d'autres épisodes de crise financière (crise asiatique, bulle internet) ont donné du crédit aux économistes qui mettaient en garde contre l'instabilité inhérente aux marchés financiers et prônaient une régulation plus poussée de la finance mondiale (1). Au niveau théorique, ces économistes s'appuient sur les travaux de Keynes qui décrit dans la *Théorie générale* les marchés financiers comme intrinsèquement instables, du fait de comportements moutonniers et autoréalisateurs. Il compare leur fonctionnement à celui d'un concours de beauté où le jeu consisterait non pas à élire la personne la plus jolie, mais à deviner qui emportera le plus de suffrages. Car le gagnant, sur les marchés financiers, n'est pas celui qui arrive à anticiper le mieux les cours des actions en fonction des perspectives de profit des entreprises (valeur « fondamentale » des actions), mais celui qui prévoit correctement les anticipations des autres, puisque ce sont elles qui forment les prix réels. Mieux vaut

donc avoir tort avec le marché que raison contre tous. Il y a ainsi toutes les chances pour qu'une divergence entre valeur fondamentale et prix des titres – plus communément appelée « bulle spéculative » – se produise de façon récurrente. Loin d'être accidentelle, la crise financière fait partie du fonctionnement normal des marchés financiers (2). Il découle de cette analyse la nécessité de réguler de façon beaucoup plus active la finance mondiale.

L'idéologie néolibérale sur la sellette

Cet angle d'attaque, qui met en avant les défauts de régulation de la globalisation financière, s'accompagne parfois d'une critique plus large de l'idéologie néolibérale, dont la finance dérégulée n'est qu'un aspect. La Grande Récession exprimerait plus généralement les failles d'une idéologie ayant favorisé la dérégulation des marchés financiers, la déréglementation des marchés de biens et le démantèlement des États-providence. L'excès d'endettement des ménages américains, britanniques ou espagnols est alors directement relié à la déformation du partage des revenus, les plus riches ayant un surcroît de liquidités à placer tandis que les plus pauvres se trouvaient obligés d'emprunter afin de maintenir leur niveau de vie. Est dénoncé non seulement le rôle déstabilisateur de la finance dérégulée sur l'économie, mais également les pressions qu'elle exerce sur la répartition des revenus et sur les politiques publiques (protection sociale, politiques budgétaires, fiscalité, etc.), constituant un contre-pouvoir non démocratique (3).

La réponse libérale

Certains économistes de tradition libérale ont répondu à ces critiques en formulant des interprétations alternatives de la crise.

Sur le plan du fonctionnement des marchés financiers, Eugene Fama, théoricien de l'hypothèse des marchés efficients – selon

laquelle les marchés véhiculent toute l'information disponible –, considère que la crise valide cette hypothèse plus qu'elle ne l'infirme : en effet, la correction brutale qui s'est opérée après la découverte des problèmes liés aux *subprimes* traduit bien la prise en compte de la nouvelle information. Par ailleurs, il analyse la crise financière non pas comme une cause de la Grande Récession mais comme sa conséquence : l'arrivée, dès 2006, d'une récession aux États-Unis aurait mis de nombreux emprunteurs en difficulté et provoqué la crise des *subprimes*. La crise financière aurait une origine économique (inconnue) et non l'inverse (4).

Eugene Fama met également en avant la responsabilité des pouvoirs publics dans la crise : la politique monétaire américaine des années 2000 a ainsi favorisé la hausse de l'endettement. Par ailleurs, le sauvetage des institutions financières durant la crise incite les agents économiques à prendre plus de risques et prépare donc les conditions d'une nouvelle crise. Ces arguments sont développés en France par Pascal Salin : « je récusé (...) l'idée d'une périodicité des crises comme une sorte de fatalisme propre au système capitaliste. Les crises ne sont pas cycliques, ce sont les erreurs des gouvernants qui se

répètent à chaque crise » (5). Les politiques macroéconomiques, l'instauration d'un prêteur en dernier ressort tout comme le principe « *too big to fail* » créeraient des incitations négatives à l'origine de la répétition des crises financières. Pascal Salin défend ainsi une intervention minimale des pouvoirs publics et une responsabilisation des individus.

Olivia Montel-Dumont

(1) Joseph Stiglitz par exemple. En France, on peut citer, sans exhaustivité : Michel Aglietta, André Orléan, Dominique Plihon, André Cartapanis.

(2) Cette explication développée par Keynes en 1936 dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* a notamment été reprise en France par André Orléan. Voir Orléan A. (1988), « L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », *Cahiers d'économie politique*, n° 14-15.

(3) Voir Stiglitz J. (2010a et 2010b), En France, voir le manifeste des « Économistes atterrés » : atterres.org/

(4) Voir l'interview d'Eugene Fama réalisée par John Cassidy pour le New Yorker (13 janvier 2010) : <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html>

(5) Salin P. (2009), « À chaque crise, l'État renforce ses pouvoirs », *La Tribune*, 13 août ; voir également Salin P. (2009).

[7] Les faibles taux d'intérêt ont favorisé l'endettement des ménages américains, lequel a alimenté l'épargne chinoise : de façon simplifiée, un crédit accordé à un ménage américain se retrouve sous forme de dépôt en circulation dans l'économie américaine. Compte tenu du déficit extérieur de celle-ci vis-à-vis de la Chine, le dépôt va servir à régler un exportateur chinois, qui va payer ses fournisseurs, salariés, etc. Les crédits américains ont donc fait les dépôts chinois. Cf. Brender et Pisani (2009).

Les régions émergentes avaient des raisons d'accumuler un excès d'épargne : tout d'abord, la crise asiatique de 1997-1998 a incité plusieurs pays touchés à changer de modèle de croissance. À la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, liée à un excès d'endettement, les agents économiques ont cherché à se désendetter et les pays ont réorienté leur modèle de développement de la demande intérieure vers les exportations. Par ailleurs, la quasi-absence de protection sociale en Chine oblige les salariés à épargner une part importante de leurs revenus.

De leur côté, les pays développés avaient eux aussi des raisons d'accroître leur endettement.

La principale réside dans la faible progression du pouvoir d'achat des catégories les moins favorisées depuis les années 1980-1990, qui a favorisé l'endettement privé dans les pays promouvant un modèle de croissance néo-libéral et l'endettement public dans ceux ayant conservé un État-providence généreux. La politique monétaire américaine, particulièrement accommodante dans la première moitié des années 2000, a par exemple largement alimenté les déséquilibres de balances de paiement⁷. L'apport de la mondialisation financière est d'avoir permis que l'excès d'endettement dans certaines régions et l'excès d'épargne et dans d'autres soit durable.

La Grande Récession incite donc à réexaminer les bienfaits de la globalisation financière. Si cela ne signifie pas forcément qu'il faille la rejeter en bloc, il en découle *a minima* une réflexion sur les moyens à mettre en œuvre pour la réguler davantage. Cela concerne aussi bien le contrôle du système bancaire « de l'ombre » et la réglementation des paradis fiscaux – la régulation du système financier ne peut être efficace s'il existe des zones

de non droit non étanches – que la coordination des politiques économiques et la surveillance des déséquilibres extérieurs. Cela implique une meilleure coopération internationale, et le renoncement de certains pays à leurs stratégies de croissance : l'accumulation d'excédents a forcément pour contrepartie l'accumulation de dettes et vice-versa.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **AKERLOF G., SHILLER R.** (2009), *Les esprits animaux*, Paris, Pearson éducation.

❖ **AGLIETTA M.** (2008, 2010), *La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?*, Paris, Michalon.

❖ **BRENDER A., PISANI F.** (2009), *La crise de la finance globalisée*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

❖ **KRUGMAN P.** (2012), *Sortez-nous de cette crise... maintenant !*, Paris, Flammarion.

❖ **REINHART C., ROGOFF K.** (2009), *Cette fois-ci c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Paris, Pearson.

❖ **SALIN P.** (2009), *La crise financière : causes, conséquences, solutions*, Lausanne, Institut Constant.

❖ **STIGLITZ J.** (2010a), *Le triomphe de la cupidité*, Paris, Les liens qui libèrent.

❖ **STIGLITZ J.** (2010b), *Le rapport Stiglitz - Pour une vraie réforme du système monétaire et financière internationale*, rapport à l'ONU, Paris, Les liens qui libèrent.

La Grande Récession a provoqué une baisse du taux de croissance mondial de l'ordre de 6 points entre 2007 et 2009. Mais les conséquences sur les différents pays du globe sont disparates : tout d'abord, les économies avancées ont été affectées plus profondément et de façon plus durable que les pays émergents et en développement. On observe ensuite des divergences à l'intérieur de ces catégories, notamment au sein des pays développés, où ceux de la zone euro voient le ralentissement voire la récession se prolonger du fait de la crise des dettes souveraines. Xavier Timbeau rappelle les principales étapes de la Grande Récession et compare ses effets sur les différentes régions du monde.

Problèmes **économiques**

Le monde face à la crise : comparaisons internationales

© **XAVIER TIMBEAU**

OFCE

Professeur associé à Supélec

La Grande Récession est un événement exceptionnel qui frappe l'économie mondiale depuis 2008. Les racines de cette crise sont à chercher dans les quelques traits majeurs de notre époque que sont l'approfondissement de la mondialisation, la financiarisation de l'économie ou la plus grande circulation des capitaux. Ironiquement, cette Grande Récession vient conclure une phase appelée la « grande modération », qui s'étend du milieu des années 1980 jusqu'au début des années 2000, et dont le succès, à savoir une forte croissance mondiale, sans inflation ni fluctuations majeures, était précisément attribué aux mêmes tendances qui sont supposées avoir provoqué le marasme. Ce basculement dans l'évaluation de l'impact positif

ou négatif de tendances aussi fortes que la financiarisation ou la mondialisation illustre à quel point il est difficile de conduire le diagnostic du processus de transformation de l'économie mondiale depuis la fin du système de Bretton Woods et de l'entrée sur la scène économique des quelques 2 ou 3 milliards d'habitants des principaux pays émergents. Mais au-delà de la recherche des racines de la crise, l'observation de sa dynamique et de la variété des situations peut servir utilement à la compréhension du monde. Et ce d'autant que les contraintes qui commencent à peser sur le développement économique du monde, à savoir les limites au développement humain induites par la finitude des ressources et la capacité de la planète à absorber les pollutions diverses, dépendront plus du point de départ que des causes profondes des crises antérieures. Nous nous intéressons ici donc à la crise amorcée en 2007-2008 et aux évolutions contrastées qu'elle a provoquées dans les économies mondiales.

Avril 2008-avril 2009 : la chute libre

Jusqu'à aujourd'hui, on peut distinguer trois phases à la Grande Récession. La première a été celle de son déclenchement, d'avril 2008 à avril 2009, à la suite de la crise financière des *subprimes* en 2007, et de ce que Joseph Stiglitz a appelé la « chute libre »¹. Le graphique 1 illustre la violence du phénomène pour l'industrie des pays développés et des pays émergents. La crise financière de 2007 s'est transmise à l'économie réelle par plusieurs canaux : la contraction du crédit issue de la panique bancaire ; la chute de la demande liée aux pertes de richesse des ménages ; le brutal retournement des anticipations d'activité (qui pèse sur l'investissement ou l'achat de biens d'équipement pour les particuliers). Certains pays, comme le Japon ou l'Allemagne, qui jouent un rôle central dans la production industrielle mondiale, ont été particulièrement frappés.² La

récession a touché la plupart des pays du monde en 2008. Les pays développés ont connu des baisses de niveau de vie de l'ordre de 10 % par rapport à la tendance antérieure des produits intérieurs bruts (PIB).

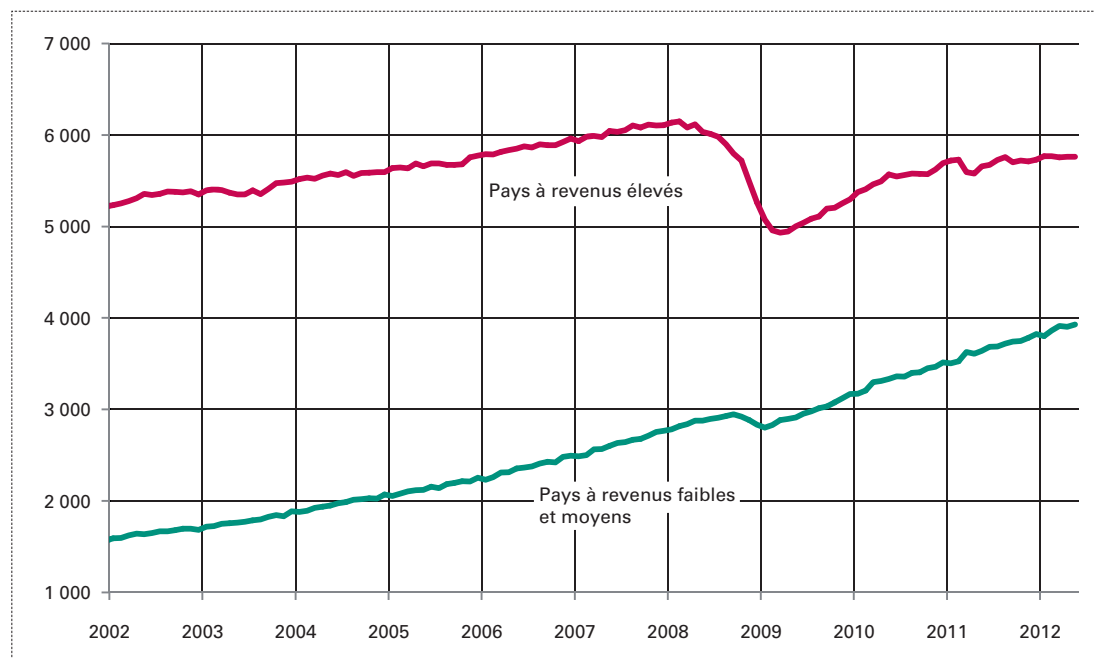
Partie de l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis et des pertes encaissées par les banques des pays développés sur le marché américain des *subprimes*³, la crise a d'abord touché les pays développés. Ce sont en effet des économies plus financiarisées, où le système bancaire joue un rôle central et dans lesquelles le patrimoine financier comme non financier des ménages est très élevé. Logiquement, le choc financier a plus durement frappé ces pays-là. Les pays émergents ont, quant à eux, subi l'impact du choc principalement par la chute de l'activité industrielle, le commerce international en étant un relais important. D'autres pays, enfin, ont subi les conséquences du retournement des marchés de matières premières,

[1] Stiglitz J. (2010), *Free Fall : America, the Free Markets and the Sinking of the World Economy*, Norton.

[2] Cet écart à la tendance est parfois appelée écart de production ou « *output gap* ». La référence à une croissance potentielle plutôt que tendancielle est souvent utilisée. En supposant que la crise a réduit la croissance potentielle, on peut ainsi réduire l'écart de production. Le diagnostic global n'est cependant pas très différent.

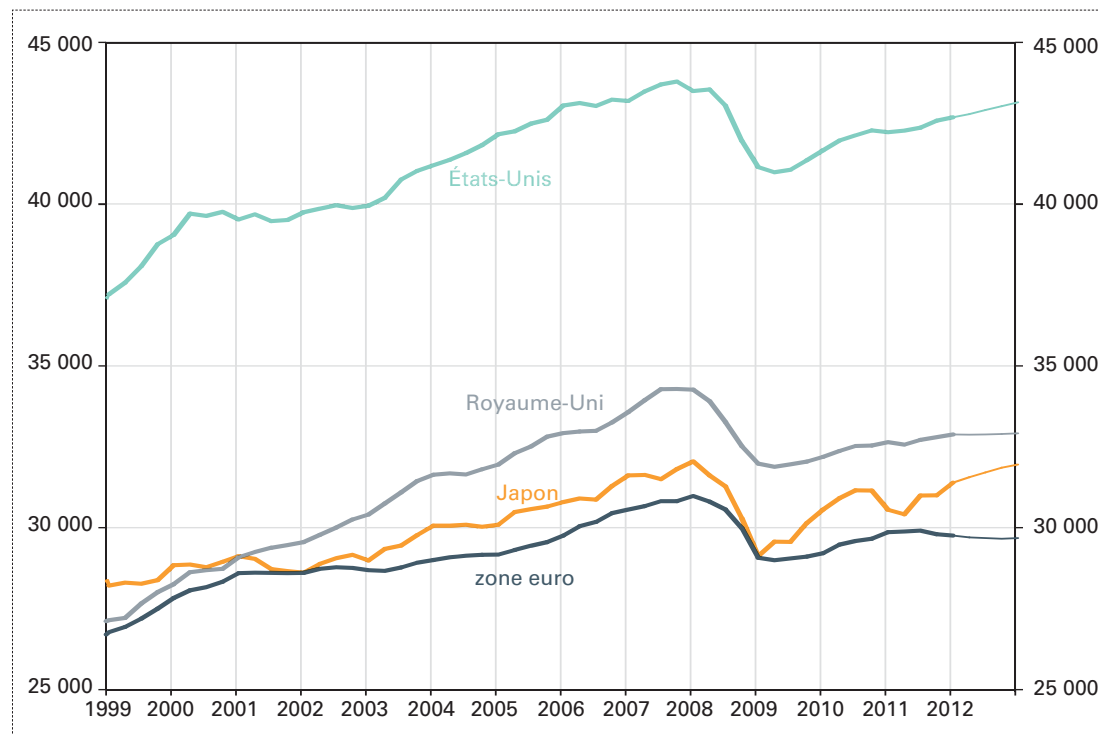
[3] Les *subprimes* sont un segment particulier du marché du crédit immobilier aux États-Unis. Ils désignent des acheteurs avec des revenus faibles ou irréguliers présentant un risque de défaut important. Un des aspects de la crise amorcée en 2008 provient des pertes bancaires enregistrées sur ce marché où la titrisation avait conduit à « perdre de vue » le risque initial. Il existe de nombreuses références traitant de ce sujet. Voir par exemple C. Blot et X. Timbeau « du chaos financier au KO économique », revue de l'OFCE n° 110, juillet 2009.

1. Production industrielle en volume (en dollars, 2008)



Sources : Datastream, FMI.

2. PIB par tête, principaux pays développés



Note : Les PIB par tête sont calculés en parité de pouvoir d'achat et sont ainsi comparables d'un pays à l'autre. La zone euro est l'agrégation des quatre plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne).

Sources : comptabilité trimestrielle nationale.

en particulier le pétrole. En effet, le ralentissement de l'activité a induit un ralentissement net des prix du pétrole. Certains pays exportateurs largement dépendants des recettes pétrolières pour l'équilibre de leurs budgets ont vu leur situation se dégrader dangereusement durant l'année 2009, à l'exemple de la Russie, dont le PIB a chuté de 13,7 % en 2009.

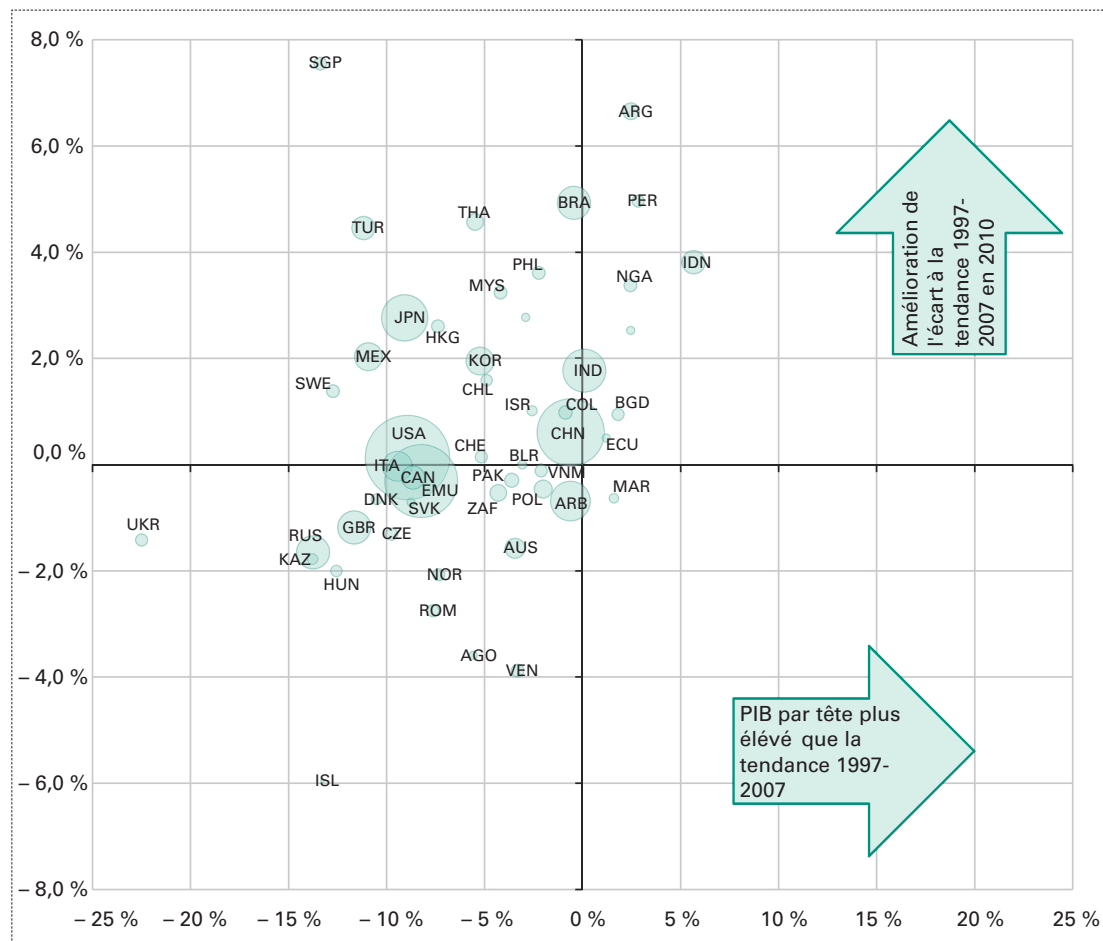
Dans les pays émergents, les destins sont plus divers. Certains pays ont connu un impact récessif bref et ont retrouvé le chemin de la trajectoire antérieure de croissance. C'est le cas du Brésil, de l'Inde ou de la Chine. Si l'année 2009 apparaît comme proche de la tendance antérieure pour ces trois pays, c'est que la crise a été brève (et assez intense) et la récupération relativement rapide.

Avril 2009-mai 2010 : soutien à l'économie et stabilisation

La première phase de la crise s'est interrompue rapidement sous l'effet de politiques économiques vigoureuses. Tout d'abord, plus de 3 000 milliards de dollars ont été apportés en soutien aux systèmes bancaires, principalement dans les pays développés. Ces plans ont été mis en place entre la mi-octobre 2008 et la fin de l'année 2008, très rapidement après le déclenchement de la panique bancaire⁴. S'ils n'ont pas interrompu le dégonflement de la valeur des actifs financiers ou empêché les conséquences de l'arrêt brutal de l'activité sur les entreprises, ces plans ont sans doute permis d'éviter l'effondrement.

^[4] Pour un résumé des plans et des mécanismes de soutien au secteur financier dans les différents pays, voir Banque de France, *Documents et Débats* n° 4, mai 2012, chapitre 2.

3. Les conséquences de la crise sur l'écart des PIB par tête à la tendance 1997-2007



Note : L'axe des x représente l'écart en 2009 à la tendance de croissance du PIB par tête de 1997 à 2007. Il indique donc l'impact de la crise en 2009 sur l'économie. Plus l'écart est négatif, plus l'impact sur le niveau de vie moyen du pays est important. L'axe des y représente l'évolution de cet écart en 2010 (dernière année disponible pour cet ensemble de pays). Une valeur positive indique donc un rattrapage en cours en 2010 (par exemple au Japon (JPN) ou en Turquie (TUR)). Une valeur négative indique au contraire une situation qui continue de se dégrader (en Islande (ISL), au Royaume-Uni (GBR) ou en Ukraine (UKR)). Une valeur nulle signifie une situation stable. La Chine (CHN) est ainsi en 2009 dans une situation peu éloignée de sa tendance 1997-2007 et ne s'en écarte pas. Les États-Unis (USA) ou la zone euro (EMU) sont ainsi en 2009 environ 10 % en deçà de leur tendance 1997-2007 et conservent cet écart en 2010. Les codes de pays sont ceux du FMI ou de la Banque mondiale (www.wb.org) et les surfaces des bulles sont proportionnelles au PIB en parité de pouvoir d'achat en 2010.

Sources : Banque mondiale.

Des plans de relance budgétaire ont ensuite été votés à la fin de l'année 2008 et au début de l'année 2009. Ce sont, par exemple, l'*American Recovery and Reinvestment Act* signé en février 2009 par le président Obama et l'*European Economic Recovery Plan* élaboré par la

Commission européenne fin novembre 2008, qui traduisent un effort délibéré et important pour relancer les économies développées. Les pays émergents ne sont pas restés à l'écart, à l'instar de la Chine, qui a mis en œuvre un programme massif d'investissement. Cette

^[5] Le tsunami et le désastre nucléaire de Fukushima, les inondations en Thaïlande ont eu un impact négatif sur l'activité au Japon. En partie en conséquence de ces événements adverses, le Japon n'a pas engagé, encore, de plans d'austérité pour contrôler son déficit public. Malgré cela, il n'a pas perdu la confiance de ses créanciers. Ceux-ci sont pour grande partie des ménages japonais, mais le Japon ne diffère pas véritablement de la zone euro dans la proportion de résidents qui financent le déficit public.

réponse relativement rapide à la « chute libre » a permis de stabiliser la situation dans les pays développés et presque d'assurer un retour à la normale dans les pays émergents. Le Brésil, l'Inde et la Chine bénéficient à la fois de la reprise assez rapide du commerce mondial et de leur capacité à mobiliser des ressources pour relancer leurs économies. Il faut noter que dans ces grands pays, la tendance de croissance est certes rapide, mais le processus de développement s'accompagne de grandes tensions, liées aux inégalités et à la vitesse des transformations sociales. Un accroc à la trajectoire de développement peut alors avoir des conséquences très fortes, soit sur le précaire équilibre social, soit sur la soutenabilité économique des investissements privés comme publics qui sont entrepris de façon massive.

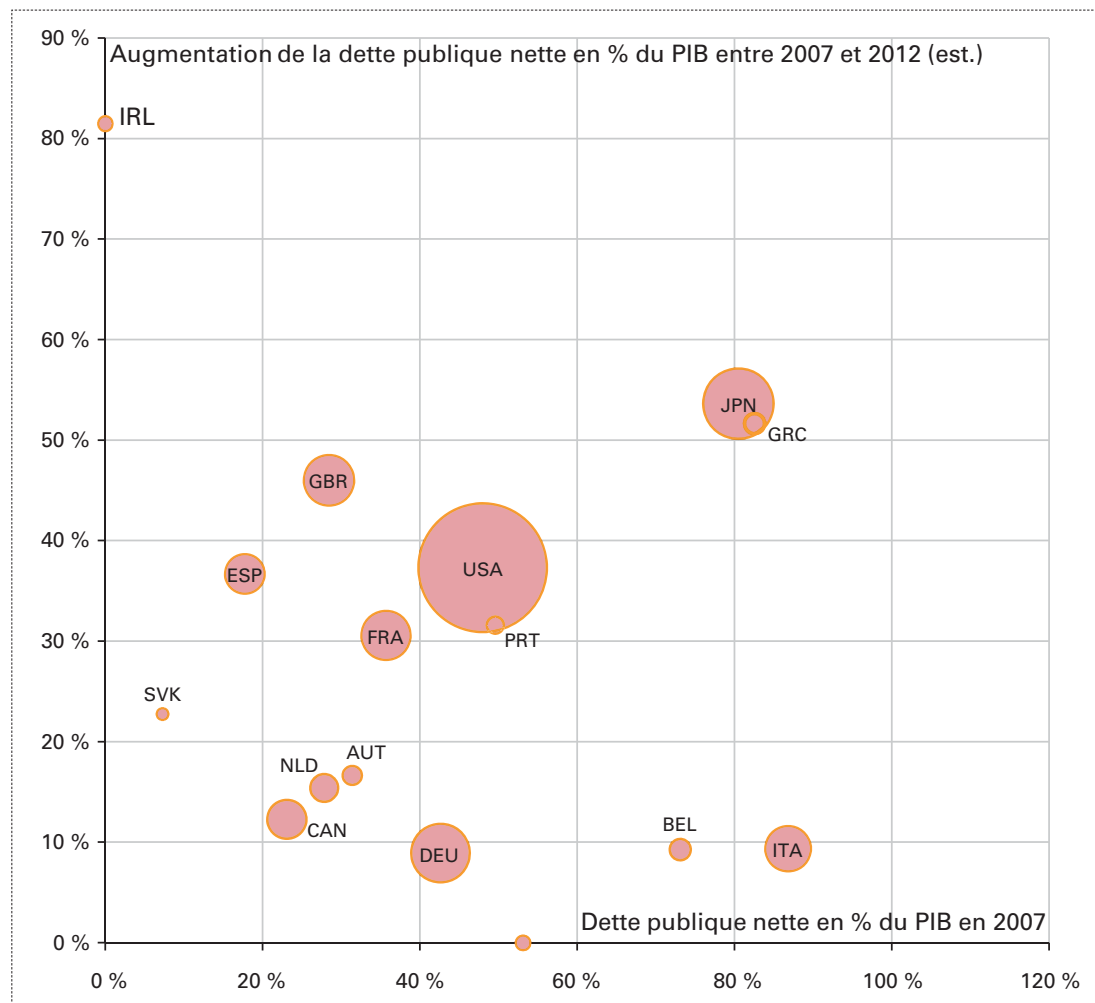
Dans ce paysage, quelques pays connaissent une trajectoire plus inquiétante. Les pays très dépendants des ressources pétrolières, instables politiquement ou dont la gestion macroéconomique a été balayée par la première phase de la crise s'enfoncent ainsi dans une crise profonde. C'est le cas de l'Ukraine ou de la Russie (voir graphique 3). Enfin, quelques petits pays développés ont joué le rôle de plateforme *offshore* pour les activités financières et bancaires. C'est le cas de l'Islande, de l'Irlande, de Chypre ou de Malte. Dans ces pays, le secteur bancaire, opérant sur un territoire largement transnational, a pris des proportions considérables par rapport à la taille du pays. En Islande, par exemple, le bilan des banques a atteint neuf fois le PIB. Lorsque la crise financière a éclaté, ces pays ont dû soutenir des activités bancaires dépassant largement le cadre de leurs résidents, les entraînant dans une crise bancaire considérable aux conséquences désastreuses sur l'activité. Ainsi, l'Islande a perdu, par rapport à la tendance des années 1997-2007, 13 % de son niveau de vie en 2009 (voir graphique 3) et presque 20 % en 2010.

Mai 2010-juin 2012 : de la crise grecque à la crise des dettes publiques

Si la crise est initialement partie des États Unis, elle est prolongée par la situation de la zone euro. Le point de départ de cette troisième phase de la crise a été l'annonce par le gouvernement grec nouvellement élu en novembre 2009 que la Grèce avait notifié des comptes sous-évaluant grandement le déficit (12,7 % du PIB au lieu de 6 %) et la dette publique. En mai 2010, un plan d'aide est accordé à la Grèce, conditionné à des mesures fortes pour redresser les comptes publics. Mais le doute est entré dans les esprits et l'inquiétude monte quant à la situation des finances publiques des pays développés. En Irlande, en Grèce ou au Japon, l'augmentation de la dette publique nette entre 2007 et 2012 dépasse 50 points de PIB (voir graphique 4).

Il n'y a pas de corrélation entre l'augmentation de la dette entre 2012 et 2007 et le ratio dette sur PIB en 2007, ce qui montre que c'est la crise qui est à l'origine des dérapages des finances publiques plutôt que l'inverse. En fait, la combinaison des plans de relance, du jeu des multiplicateurs budgétaires et de la réduction de l'activité explique largement la hausse des ratios d'endettement. Mais la crise grecque fait apparaître un facteur décisif dans l'évolution de la situation des finances publiques. Si le doute s'installe sur la capacité à contrôler la situation des finances publiques, alors les taux d'intérêt intégreront le risque de défaut que les investisseurs évaluent. Mais une fois que les taux souverains augmentent, la situation des finances publiques ne peut que se dégrader, alimentant une spirale négative. Apparaissent alors deux grandes catégories de pays : ceux dont les titres deviennent les derniers refuges de la sécurité dans un monde de plus en plus incertain (États-Unis, Royaume-Uni, Japon⁵, Allemagne ou France) ; et ceux qui sont considérés par les marchés

4. Dette publique nette avant et après la crise



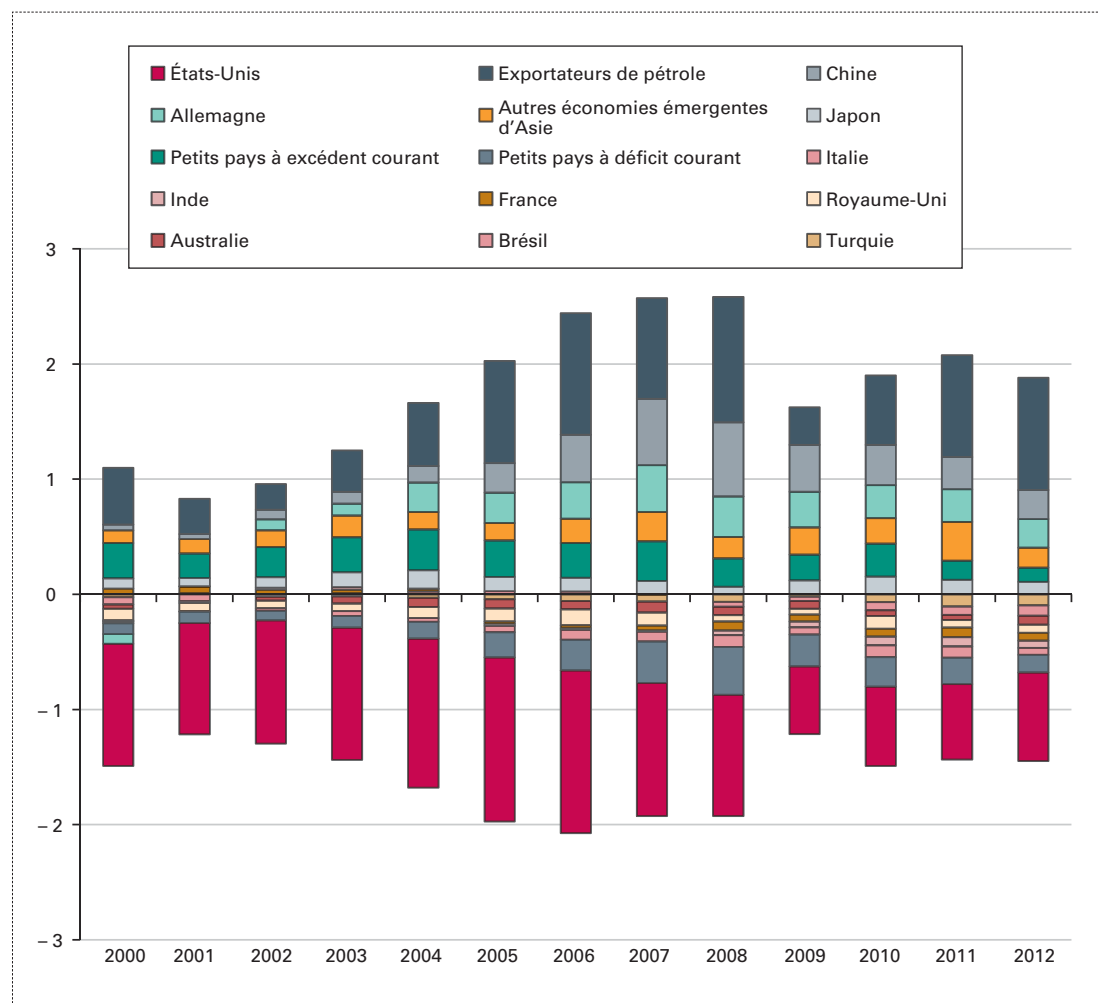
Note : La dette publique nette est la dette publique moins les actifs financiers détenus par le secteur public. La dette nette est en général inférieure à la dette publique au sens de Maastricht et est comparable entre les pays développés. Les codes pays sont ceux de l'OCDE (www.oecd.org) et la surface des bulles est proportionnelle au PIB en 2010 en parité de pouvoir d'achat.

Source : OCDE.

comme risquant de faire défaut – l'Irlande, l'Espagne ou encore l'Italie rejoignent ainsi la Grèce par un effet de contagion. En Espagne, l'écroulement de la bulle immobilière et la montée des taux de défauts privés liés à l'immobilier qui s'ensuit menace ainsi de venir abonder une dette publique déjà

importante. Risquant le défaut, l'Espagne doit payer plus pour emprunter. Les pays de deuxième catégorie n'ont pas d'autres choix que de réduire coûte que coûte leurs déficits publics. Mais l'impact sur l'activité est tel que la zone euro devrait replonger dans la récession en 2012.

5. Balances courantes (en % du PIB mondial)



Note : La balance courante de chaque pays est rapportée au PIB mondial de chaque année. Les données de chaque année sont donc additives entre les pays. Les regroupements de pays sont faits par l'auteur.

Source : OCDE.

Les déséquilibres globaux et les difficultés à venir

Il est souvent avancé que les déséquilibres globaux sont une des sources de la crise. L'excès d'épargne dans certains pays a conduit à une baisse des taux d'intérêts réels privés comme publics et autorisé une croissance

fondée sur l'endettement. Celle-ci a alimenté des bulles d'actifs (immobiliers, financiers ou productifs), dont l'éclatement – qui a entraîné la récession – aurait été un point de passage obligé pour corriger ces déséquilibres. L'année 2009 s'est bien traduite par une réduction des déséquilibres globaux (voir graphique 5). Dans les pays en déficit, la récession a limité les importations (en particulier de pétrole) et

a amélioré les balances courantes. Le mécanisme a toutefois été insuffisant et les pays en déficit continuent de l'être. La reprise de l'activité a induit une reprise de la consommation en matières premières énergétiques et une remontée des cours du pétrole. Depuis 2002, la position nette des États-Unis s'est

ainsi dégradée de 20 points de PIB mondial (à peu près 14 000 milliards de dollars). Les déséquilibres globaux continuent donc de s'accumuler et les ressources épuisables en constituent une composante que la crise n'entame pas.

Face au choc de la Grande Récession, des politiques expansionnistes ont été rapidement mises en œuvre dans presque toutes les économies avancées. Les banques centrales – la Réserve fédérale en tête – ont assoupli leur politique monétaire, d’abord via des interventions classiques – baisse des taux directeurs et politique d’*open-market* – puis par des mesures non conventionnelles modifiant le montant et la structure de leur bilan. Les gouvernements ont pour leur part réagi par des plans de relance et des mesures de soutien au secteur bancaire. Selon Jérôme Creel, ces politiques monétaires et budgétaires ont permis d’éviter l’enlisement dans la récession et la déflation qui s’était produit dans les années 1930. Néanmoins, le revirement trop rapide vers l’austérité dans la zone euro a empêché une véritable sortie de la crise.

Problèmes économiques

Les gouvernements et les banques centrales face à la Grande Récession

© JÉRÔME CREEL

OFCE et ESCP Europe

La Grande Récession

La crise financière internationale se déclenche en août 2007, à la suite de la fermeture temporaire de fonds d’investissement de la banque BNP-Paribas. Celle-ci intervient un an après le retournement du marché immobilier américain sur la base duquel s’étaient développés les crédits *subprime* et la titrisation en chaîne des actifs financiers. Le marché interbancaire sur lequel se refinancent les banques est paralysé : dans un mouvement généralisé

de défiance, les banques cessent de se prêter mutuellement et les taux d’intérêt grimpent. Les banques centrales sont alors amenées à intervenir directement sur les marchés, en injectant des liquidités. La crise a démarré.

Ses conséquences sur l’économie réelle ne se font pas attendre. Face au renchérissement de leurs coûts de financement et leurs pertes en capital subies sur des marchés financiers de plus en plus instables, les banques cherchent progressivement à se désendetter et durcissent les conditions d’octroi de crédits aux entreprises et aux particuliers. Ces derniers subissent eux-aussi le dégonflement – l’éclatement viendra ensuite – des bulles immobilières et boursières, qui s’accompagne de pertes de valorisation de leurs actifs. Dès 2007, le ralentissement de la croissance est sensible aux États-Unis, et en 2008-2009,

l'ensemble des pays industrialisés subissent une grave récession (voir graphiques 1a et 1b, p. 123-124). En 2009, la zone euro perd plus de 4 points de croissance, l'Allemagne à elle seule 5 points, la France près de 3 points, et l'Italie plus de 5 points, tout comme le Japon, tandis que la performance des États-Unis se situe entre celles de la France et de l'Allemagne. Après une année 2008 qui a vu l'arrivée de la récession, l'année 2009 est qualifiée de « Grande Récession ».

Nombreux seront les commentateurs à évoquer un possible parallèle avec la « Grande Dépression » des années 1930. La référence à cette crise témoigne de la crainte de voir les économies des pays industrialisés s'enfoncer dans une récession longue et profonde accompagnée d'une déflation. Cette crainte est certainement aussi celle des banquiers centraux et des gouvernements et notamment, parmi eux, de Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale des États-Unis (la Fed), spécialiste reconnu de la Grande Dépression. Ce scénario redouté ne se produira pas. En 2010 et 2011, la reprise est perceptible, voire sensible en Allemagne et aux États-Unis. Sans aucun doute, un des enseignements des années 1930 a-t-il été retenu : les gouvernements et les banques centrales doivent intervenir, et à bon escient. Plutôt que de mettre en œuvre une politique monétaire restrictive, qui a enfoncé l'économie américaine dans la Grande Dépression, il faut mener des politiques expansionnistes.

Des politiques monétaires très accommodantes

Des politiques conventionnelles...

Les banques centrales sont les premières à intervenir pour faire face à la crise de liquidité qui secoue le marché interbancaire. Il y a cependant plusieurs temps dans les politiques menées par ces institutions. En premier lieu, des politiques conventionnelles sont menées, principalement des politiques d'*open-market* : par ce biais, une banque centrale

prête des montants prédéfinis aux banques, à un taux de refinancement qui permet d'ajuster l'offre de liquidités à la demande, ou bien elle adapte sa politique d'offre afin de piloter les taux d'intérêt, à la baisse en offrant plus de liquidités, ou à la hausse en retirant. En l'espèce, les banques centrales ont procédé à des opérations de réglage fin de la liquidité afin d'atténuer les tensions sur les taux d'intérêt interbancaires. Ces politiques sont restées conventionnelles dans la mesure où elles n'ont pas modifié le bilan des banques centrales : leur actif, constitué des réserves en or et devises, des liquidités prêtées aux banques et des titres financiers détenus, n'a pas vu son montant augmenter. Pour cela, la BCE a modifié la maturité de ses injections, en injectant moins de liquidités à maturité courte (1 semaine) contre plus de liquidités à maturité longue (3 mois), tandis que la Fed a cédé des titres obligataires publics américains.

Jusqu'au mois de septembre 2008, soit un an après le déclenchement de la crise, seule la Fed met en œuvre une politique monétaire expansionniste de baisse forte de son taux d'intérêt directeur, supposée réduire les taux d'intérêt de long terme, donc le coût du crédit. La BCE procède à ses injections de liquidités à taux directeur constant, c'est-à-dire que son taux de refinancement au jour le jour reste le même, tandis que la Banque d'Angleterre baisse quatre fois moins le sien que la Fed. Ainsi que nous le rappelions plus haut, Ben Bernanke prend certainement toute la mesure du risque d'un retour à la Grande Dépression, et, spécialiste universitaire des questions de politique monétaire, il utilise à plein un instrument qu'il juge efficace.

... aux politiques non conventionnelles

L'accélération de la crise financière au mois de septembre 2008, qui culmine avec la faillite de la banque Lehman Brothers, témoigne du fait que la politique monétaire américaine est insuffisamment efficace et elle va obliger les banques centrales à puiser dans un nouvel

arsenal, celui des politiques non conventionnelles. Parallèlement, toutes les banques centrales vont désormais baisser très fortement leurs taux directeurs, jusqu'à près de 0 % aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni depuis le premier trimestre 2009 et 1 % dans la zone euro depuis le deuxième trimestre 2009.

Politiques de « quantitative easing »

Il existe au moins trois types différents de politique monétaire non conventionnelle. Le premier consiste à gonfler le bilan de la banque centrale, donc à injecter des montants plus importants de liquidités dans l'économie. Cela ressemble à une politique monétaire expansionniste classique d'*open-market*, dans la mesure où la banque centrale acquiert des titres obligataires et crée, en contrepartie, de la monnaie. Mais il s'agit d'une opération de refinancement supplémentaire, car elle ne réduit pas le montant des autres éléments qui figurent à son actif et n'acquiert pas forcément de nouveaux titres financiers. Dans ce dernier cas, il y a juste, du côté de l'actif de la banque centrale, une opération de crédit de la banque centrale vers les banques privées. Face à l'augmentation des actifs de la banque centrale, le montant des réserves des banques privées auprès de la banque centrale augmente lui aussi : les banques privées déposent auprès de la banque centrale des actifs financiers, généralement peu risqués et bien notés, qui servent de collatéral pour les prêts que leur consent la banque centrale. C'est la politique de « *quantitative easing* » (QE), mise en œuvre initialement par la Fed, puis poursuivie par la Banque d'Angleterre et la BCE. En 2008, puis fin 2010, la Fed a acquis respectivement 1 600 milliards et 600 milliards de dollars, accroissant ainsi substantiellement son bilan. Elle a aussi accru ses opérations de refinancement auprès des banques privées ; la BCE a fait de même, en étendant ses opérations de 1 à 12 mois.

Politiques de « qualitative easing »

Le deuxième type de politique non conventionnelle consiste à modifier la structure

de l'actif au bilan de la banque centrale, en acquérant des titres moins liquides et donc plus risqués, c'est-à-dire des actifs financiers « non conventionnels » au regard des actifs habituellement détenus par les banques centrales (bons du Trésor américains aux États-Unis ou obligations privées ayant reçu la note maximale AAA dans la zone euro). Ce changement dans la structure du bilan de la banque centrale s'établit sans modifier le montant total de son actif et de son passif : on parle alors de « *qualitative easing* ». Cette politique monétaire induit donc une prise de risque dans le bilan de la banque centrale, une prise de risque qu'on ne retrouve pas lors d'une politique « classique » d'*open-market* puisque les titres financiers acquis sont « sûrs » au sens où ils se sont vus attribuer la meilleure note possible par les agences de notation. En acquérant directement des produits financiers structurés (*i.e.* les titres issus du processus de titrisation) à partir de 2009, la Fed a sans doute été la première banque centrale à se lancer dans une telle politique, prenant à la fois un risque de taux d'intérêt, parce que la valorisation de ces titres était volatile, un risque de crédit car ces titres étaient adossés à des crédits (hypothécaires, étudiants, etc.), et un risque de liquidité car, sur des marchés en baisse, les transactions sur ces titres devenaient rares. Fin avril 2012, la part des produits financiers structurés dans l'actif de la Fed s'établissait à 29 %, contre 58 % pour les bons du Trésor américains. Du côté du passif, la Fed a aussi revu à la baisse ses exigences de qualité sur les titres financiers déposés auprès d'elle par les banques privées : au lieu des seuls bons du Trésor américains, presque tous les actifs des banques privées, y compris les produits financiers structurés, ont pu être déposés comme garantie auprès de la Fed. Celle-ci a accru son risque de bilan à l'actif et au passif. La BCE l'a plus particulièrement accru au passif, en ayant une exigence de qualité elle aussi plus souple à propos des collatéraux acceptés, allant jusqu'à des titres notés BBB-. À l'actif, sous la pression de la crise des dettes

publiques européennes, la BCE a développé un programme d'achats de titres financiers, dont des titres de dette publique acquis sur les marchés secondaires. Fin mars 2012, la BCE détenait 280 milliards d'euros de titres acquis dans le cadre de ce programme, soit à peine 9 % de son bilan.

Politiques de « credit easing »

Le dernier type de politique non conventionnelle pratiquée est qualifié de « *credit easing* » : il consiste à pratiquer à la fois le « *qualitative* » et le « *quantitative easing* », soit une détérioration de la qualité du bilan de la banque centrale et son augmentation. La conjonction de ces deux politiques s'est produite aux États-Unis, et plus tardivement dans la zone euro en 2011-2012, lorsque la BCE a prêté près de 1 000 milliards d'euros aux banques privées à une maturité de trois ans, très longue pour ce type d'opération de refinancement. Compte tenu de la dégradation de la situation financière de certaines banques européennes, cette opération de refinancement à très long terme a fait peser sur la BCE un risque de crédit, dans la mesure où il n'était pas certain que toutes les banques privées pourraient rembourser les prêts octroyés par la banque centrale. Au-delà de l'augmentation du bilan de la BCE, il y avait donc une détérioration de la qualité de celui-ci.

Des politiques budgétaires expansionnistes

En septembre et octobre 2008, les pouvoirs publics ont cherché à limiter la contagion de la faillite de Lehman Brothers aux autres banques : en Europe, les interventions de sauvetage bancaire passent par l'octroi de garanties publiques sur les crédits interbancaires et par la recapitalisation des banques ou des rachats d'actifs risqués. *Ex post*, cette stratégie a effectivement évité que d'autres banques fassent faillite.

Pour autant, la principale action des pouvoirs publics dans cette crise a été l'adoption de politiques budgétaires expansionnistes.

Les déficits publics ont donc connu une envolée exceptionnelle (voir tableau 6a p. 127). Dans les pays européens, le Pacte de stabilité et de croissance, qui sert principalement à contraindre les déficits publics en-deçà d'un plafond évalué à 3 % du PIB, a dû être mis entre parenthèses, tant ces déficits étaient élevés : en 2009 et 2010, le déficit public moyen de la zone euro s'est établi à plus du double du plafond autorisé ! Les États-Unis n'ont pas été en reste avec des déficits publics évalués à 11 % du PIB en 2009 et en 2010, contre 6 % du PIB après la récession de 1991. Au Japon, la crise financière et économique mondiale a eu raison du rebond de la croissance intervenu en 2007, faisant replonger l'économie en récession : les déficits publics ont retrouvé leur niveau de l'année 2000.

Les stabilisateurs automatiques insuffisants face à la récession

Les stabilisateurs automatiques modifient spontanément l'équilibre des finances publiques en cas de changement conjoncturel : en cas de ralentissement, le déficit public conjoncturel se détériore car les dépenses augmentent tandis que les recettes fiscales diminuent. Le risque de récession – ou ses effets si celle-ci est avérée – s'en trouvent réduits. Le creusement du déficit public permet en effet de soutenir la demande effective : les baisses d'impôts, dans un système fiscal progressif, soulagent les contribuables, de même que les dépenses de transferts en leur faveur. À l'inverse, en cas de boom économique, les stabilisateurs automatiques participent du retour vers l'équilibre des finances publiques et limitent les pressions inflationnistes via une amélioration du solde public. Leurs avantages résident dans le fait qu'il n'y a ni décalage dans la décision, puisqu'ils sont automatiques, ni délais d'application. Leurs propriétés contra-cycliques varient cependant selon l'importance des transferts sociaux (étendue et niveau des allocations chômage, etc.) et la progressivité des impôts.

Les stabilisateurs automatiques s'avèrent parfois insuffisants pour soutenir l'économie : les dépenses sociales peuvent être peu développées, la progressivité des impôts peut être faible et, en tout état de cause, les stabilisateurs automatiques, comme leur nom l'indique, n'ont pas vocation à renverser une situation dégradée ou exceptionnelle, mais seulement à l'atténuer. Aussi peut-il être nécessaire que l'État accompagne le jeu des stabilisateurs automatiques de plans de relance, c'est-à-dire de politiques discrétionnaires lorsqu'une crise économique est en cours.

Les plans de relance

Nombreux furent donc les pays qui ont mis en œuvre de tels plans de relance après le démarrage de la crise en 2007. Les rares exceptions sont les pays où la crise financière a été très grave et très précoce. Ainsi, l'Islande et l'Irlande, confrontées à des vagues de faillites et de chômage importantes, ont dû se résoudre à entamer en pleine crise des cures d'austérité pour tenter de préserver la solvabilité de leurs finances publiques. L'Italie figure aussi au rang des exceptions, dans une sorte de position attentiste – et sans succès – des effets favorables des plans de relance menés dans les pays voisins, l'Allemagne, la France et l'Espagne. Aux États-Unis, compte tenu de la progressivité insuffisante du système fiscal et de filets de sécurité sociaux trop peu développés, la moitié de l'augmentation du déficit public a été expliquée par les plans de relance adoptés. À titre de comparaison, le plan de relance français a expliqué à peine un cinquième de l'augmentation du déficit public français depuis 2008.

Des politiques efficaces ?

Les plans de relance ont-ils été efficaces ? Il est difficile de répondre à une telle question dans la mesure où l'on ne peut pas savoir exactement ce qui serait advenu s'ils n'avaient pas été mis en œuvre. Pour autant, on peut se référer à la littérature, abondante et faisant désormais consensus, consacrée à l'effet multiplicateur budgétaire. L'effet multiplicateur

mesure l'impact sur le PIB d'une augmentation, généralement discrétionnaire, du déficit public. Si l'effet multiplicateur est supérieur à l'unité, on le qualifie de multiplicateur keynésien : la politique budgétaire a produit une dynamique de croissance de la consommation privée et/ou de l'investissement des entreprises qui a un impact propre sur la croissance du PIB. Selon Coenen *et al.* (2012), un des articles parmi les plus récents sur le sujet, de nombreux multiplicateurs budgétaires sont élevés, particulièrement pour les dépenses publiques et les transferts ciblés. La politique budgétaire serait d'autant plus efficace qu'elle serait temporaire et que la politique monétaire serait accommodante. Les hausses permanentes de dépenses et de déficits publics réduiraient significativement les effets multiplicateurs initiaux.

Selon les 17 économistes ayant participé à cet article, et sur la base de huit modèles différents pour les États-Unis et de quatre modèles différents pour la zone euro, la conclusion est claire : une relance budgétaire effective pendant deux ans, accompagnée d'une politique monétaire accommodante (le taux d'intérêt est maintenu à un niveau faible par la banque centrale) produit des effets multiplicateurs largement supérieurs à l'unité aux États-Unis comme dans la zone euro (entre 1,12 et 1,59) si le plan de relance porte sur la consommation publique, l'investissement public ou les transferts ciblés. Pour les autres instruments à la disposition des gouvernements, comme la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), les effets sont moindres, de l'ordre de 0,6, mais bel et bien positifs.

Qu'en est-il si la relance persiste ? Les effets multiplicateurs d'une hausse permanente dans les consommations publiques s'amoindrissent, certes, mais ils restent toujours positifs dans la zone euro, quels que soient le modèle utilisé et l'hypothèse faite sur la politique monétaire poursuivie. De rares cas d'effets multiplicateurs négatifs sont reportés pour les États-Unis, mais ils dépendent du modèle utilisé ou de l'hypothèse portant

sur la politique monétaire. Les résultats de cette étude confirment ceux des études empiriques menées depuis 2000 (voir la synthèse de Creel *et al.*, 2011).

Au regard de ces estimations, il apparaît que les relances budgétaires intervenues aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro ont été adéquates dans la mesure où elles ont été menées après ou en même temps que des politiques monétaires accommodantes, conventionnelles et non conventionnelles. Il n'en reste pas moins qu'après le redémarrage de l'activité en 2010, la décélération de la croissance du PIB a été perceptible dès les premiers mois de l'année 2012, augurant d'un ralentissement sur l'ensemble de cette année. L'articulation des politiques monétaires et budgétaires est-elle en cause ?

Retour vers la récession : les marges de manœuvre perdues ?

Les politiques économiques mises en œuvre pour faire face à la crise financière et enrayer la Grande Récession ont fait surgir deux spectres : le risque d'inflation et le risque d'insoutenabilité des finances publiques.

Le risque inflationniste temporairement écarté

L'évocation du premier risque est consécutive à l'augmentation des bilans des banques centrales, et à une double hypothèse : celle selon laquelle les actifs des banques centrales donnent lieu à de la création monétaire ; et celle selon laquelle cette création monétaire est source de l'inflation, donc d'une perte de compétitivité. S'il est trop tôt pour écarter définitivement le risque d'inflation consécutif à la politique monétaire, il est possible de le faire au moins temporairement : les injections de liquidité n'ont pas abouti à une augmentation forte des crédits aux entreprises et aux ménages, et leurs répercussions sur l'activité ont été insuffisantes pour engendrer des pressions inflationnistes, en témoigne le

retour en récession prévu en 2012 dans la zone euro.

Le risque d'insoutenabilité des finances publiques cantonné à la zone euro

Le risque d'insoutenabilité des finances publiques illustre celui de voir les gouvernements être incapables de payer les intérêts sur leurs dettes, voire de les rembourser. Étonnamment, ce risque est resté concentré dans la zone euro, alors que les dettes publiques ont augmenté dans *tous* les pays de l'OCDE sous l'effet de la crise financière. La spécificité de la zone euro réside cependant dans l'inexistence d'une souveraineté monétaire pour l'euro. Il n'existe pas d'État souverain qui garantisse la valeur de la monnaie. Il n'existe donc pas non plus d'État souverain qui puisse décréter le changement de valeur de la monnaie. Aussi, les États membres de la zone euro ont-ils perdu une souveraineté monétaire qui permet, le cas échéant, de refinancer les dettes publiques. Cette possibilité existe toujours aux États-Unis ou au Royaume-Uni, par exemple.

La matérialisation du risque d'insoutenabilité des finances publiques a consisté dans l'augmentation des taux d'intérêt à servir sur les nouvelles dettes publiques émises par certains États de la zone euro. La contagion de la crise des dettes souveraines européennes a engagé tous les États de la zone euro dans une politique de rigueur budgétaire qui est à l'origine du ralentissement économique en 2012, conformément aux effets multiplicateurs budgétaires évoqués plus haut (voir aussi OFCE, 2012).

Il reste indéniable que la perception faussée d'absences de marges de manœuvre monétaires en Europe (le taux d'intérêt directeur, après avoir augmenté puis diminué en 2011, reste supérieur aux taux américain ou britannique) et celle de la nécessité de recourir au plus vite – soit dès 2010 en France et 2011 en Allemagne – à la rigueur budgétaire ont pesé sur la croissance européenne et, partant, sur

celle des partenaires de la zone euro : États-Unis et Chine, pour ne citer qu'eux. Il semble donc qu'après avoir abordé de façon adéquate la crise financière internationale, la

zone euro a raté sa sortie des politiques de sortie de crise : trop tôt, trop forte, et la crise est repartie...

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **COENEN G. *et al.*** (2012), « Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 4, n° 1, pp. 22-68.

❖ **CREEL J., HEYER E. et PLANE M.** (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE* n° 116, janvier.

❖ **OFCE** (2012), « Qui sème la restriction récolte la récession », *OFCE les notes*, n° 16.

En Europe, la crise économique a débouché sur une grave crise des dettes souveraines. Directement liée à la récession de 2009 et aux plans de relance mis en œuvre pour l'enrayer, celle-ci renvoie toutefois aussi aux lacunes de l'architecture de l'Union monétaire et à des facteurs structurels propres à certains pays d'Europe du Sud.

D'abord convaincus de faire face à une crise financière liée aux craintes irrationnelles des marchés, les dirigeants ont mis en œuvre des mesures destinées à enrayer la hausse des taux d'intérêt et permettre aux États menacés de se financer à nouveau. Réalisant le caractère plus structurel de la crise, ils ont ensuite mis l'accent sur le redressement des finances publiques et de la compétitivité.

Selon Franck Lirzin, l'Europe se trouve aujourd'hui enlisée, face à deux stratégies comportant des risques considérables : tandis que la poursuite de l'austérité pèse sur la croissance et exacerbe les tensions sociales, la relance risquerait d'aggraver les problèmes d'endettement. Au-delà des considérations budgétaires, c'est la démocratie européenne qui se retrouve en danger.

Problèmes **économiques**

L'Europe face à la crise des dettes souveraines

Depuis 2007, la dette publique cumulée des États membres de la zone euro a augmenté de plus de 2 000 milliards d'euros, soit environ le PIB de la France. Elle culmine aujourd'hui à 87,4 % du PIB, alors qu'elle s'était stabilisée autour de 66 % avant la crise. Le FMI estime qu'elle devrait dépasser 90 % en 2013 avant de redescendre légèrement en 2016 à 87 % grâce aux efforts d'austérité et de stabilisation budgétaire des gouvernements. Ce scénario fait toutefois l'hypothèse qu'aucune autre crise économique sérieuse ne viendra à nouveau grever les déficits publics.

Cette très forte hausse de l'endettement public en Europe a fragilisé l'Union

européenne : certains pays, comme l'Allemagne, connaissent des taux d'intérêt très bas et une certaine reprise de la croissance, tandis que d'autres, comme la Grèce, ont été obligés de faire défaut et sont en récession depuis plusieurs années. Cette « crise de la zone euro », commencée mi 2010, n'en finit pas de se conclure par des plans de sauvetage de plus en plus ambitieux, renouvelant

© **FRANCK LIRZIN**

Économiste à la fondation Robert Schuman

à chaque fois les espoirs déçus et la crainte des grandes économies, notamment chinoise et américaine, qu'elle ne fragilise à leur tour leurs propres entreprises.

Pourtant, la situation n'est guère plus encourageante aux États-Unis, où la dette publique a dépassé 100 % du PIB en novembre 2011, ni au Japon, où elle flirte depuis longtemps avec le seuil des 200 %. Pourquoi ces situations ne conduisent-elles pas dans ces pays-là à des crises sociales et politiques semblables ? Pourquoi l'Europe est-elle apparemment la seule à s'embourber ?

De la crise économique à la crise des finances publiques

La Grande Récession, considérée comme l'une des crises les plus graves de l'histoire, a particulièrement touché les pays occidentaux : États-Unis, Japon et Europe. Pour limiter les effets de la récession et faciliter la reprise, les gouvernements ont coordonné leurs actions volontaristes de relance des secteurs les plus fragilisés comme l'automobile et la construction.

Les stabilisateurs automatiques ont également joué, avec l'augmentation des prestations sociales (formation professionnelle, activité partielle, allocations de chômage) et la diminution des recettes fiscales liée à la baisse de l'activité économique. Selon Eurostat, le déficit public dans la zone euro est passé en moyenne de 0,7 % du PIB en 2007 à 6,4 % en 2009 et 6,2 % en 2010. Entre 2007 et 2010, les dépenses publiques ont augmenté de 45,9 % à 50,9 % du PIB tandis que les recettes diminuaient de 45,2 % à 44,6 % du PIB.

Ce mécanisme a été aggravé dans certains pays comme la France par des mesures procycliques qui ont creusé le déficit structurel (baisse des prélèvements obligatoires par exemple), selon le rapport de la Cour des comptes sur les finances publiques de 2011. D'autres pays, comme l'Irlande, ont dû

engager des montants considérables pour sauver leur système bancaire, passant en quelques mois du bon élève de l'Europe en matière budgétaire au cancre : en 2007, elle avait un excédent budgétaire de 0,1 % ; en 2010, son déficit atteignait 31,3 %, le plus important des pays occidentaux. Son ratio de dette publique a pour sa part été multipliée par quatre en trois ans.

Les finances publiques de tous les gouvernements européens se sont ainsi dégradées. Même les pays vertueux comme l'Espagne qui pratiquaient une politique contra-cyclique, réduisant leur dette publique en période de croissance et l'augmentant pour soutenir l'activité en période de ralentissement, ont été fragilisés. Alors qu'elle avait un excédent budgétaire de 1,9 % du PIB en 2007, l'Espagne s'est retrouvée avec un déficit de 9,3 % du PIB en 2010...

La crise des finances publiques est née de la divergence des situations économiques au sein de l'Union européenne (UE). Lorsque la dette devient trop élevée, les gouvernements flirtent avec le risque de ne plus être capables de la rembourser. La soutenabilité de la dette dépend de plusieurs facteurs : de la croissance qui joue un effet positif en augmentant les recettes et des taux d'intérêt qui créent un effet boule de neige. Plus la dette sera importante, et plus le gouvernement devra payer d'intérêts, et plus sa dette augmentera : c'est la situation dans laquelle se trouve la Grèce. À partir d'un certain point, la seule solution est de faire défaut.

La divergence des taux d'intérêt au sein de l'Union européenne a profondément déstabilisé les États européens. D'un côté, certains d'entre eux, notamment l'Allemagne, considérés comme « sûrs », voyaient affluer les investissements et connaissaient des taux très faibles ; de l'autre, les pays plus risqués comme la Grèce, l'Italie, l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, expérimentaient des taux de plus en plus élevées, signe d'une profonde défiance des investisseurs. Alors que les taux d'intérêt à long terme avaient eu tendance

à se resserrer à la création de l'euro, sous l'illusion d'une homogénéité des économies, la crise a inversé la tendance : en février 2011, la Grèce empruntait à 11,4 % sur les marchés, l'Allemagne à 3,4 % et la France à 3,6 %. En février 2012, la situation s'est encore aggravée : les taux grecs sont à 29,24 %, presque des taux usuriers, la France à 3,02 % et l'Allemagne à 1,85 %.

Les dirigeants européens, réunis au sein du Conseil, ont œuvré activement pour éviter au maximum ce grand écart. Si la création de la zone euro n'a pas réussi à créer un espace économique et politique homogène, elle a favorisé les investissements croisés. Le risque de change ayant disparu et la circulation des capitaux étant totale dans la zone euro, les acteurs économiques français et allemands ont massivement investi dans les pays en rat-trapage (Grèce, Espagne...). Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), au 2^e trimestre 2011, les banques allemandes étaient exposées aux défauts de la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne à hauteur de 450 millions de dollars ; la France, 340 millions de dollars. Une défaillance mal maîtrisée dans l'un de ces pays aurait le même effet que la faillite de la banque *Lehman Brothers* en 2008 : blocage du système bancaire, crise économique, etc.

Les États-Unis ne sont pas en reste puisque leur exposition aux pays périphériques de la zone euro est de l'ordre de 460 milliards de dollars, plus que l'Allemagne. On comprend mieux toute l'attention qu'ils consacrent à la résolution de la crise de la zone euro, quitte à envoyer le 16 septembre 2011 leur secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, à une réunion des dirigeants européens en Pologne pour les exhorter à trouver une solution.

Les dirigeants européens, entre Charybde et Scylla

D'une lecture financière de la crise...

Les moyens finalement mis en place par les gouvernements européens et l'Union européenne sont véritablement exceptionnels. Qui aurait cru en 2007 que les États européens seraient capables de surmonter leurs différents pour ébaucher un gouvernement économique et créer un fonds de près d'un milliard de milliards d'euros ? Les gouvernants européens ont apporté des solutions à la hauteur d'une situation hors du commun.

Très tôt, dès 2009, sans doute inspirés par ce qui venait de se passer dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), les dirigeants européens ont eu une lecture « financière » de la situation. Selon eux, la hausse des taux d'intérêt à long terme, causée par une peur irrationnelle des marchés financiers, menaçait les finances publiques des États européens, en particulier la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Afin d'éviter une crise de liquidité, où le retrait des investisseurs empêcherait les gouvernements de se financer et les conduirait à des défauts, la Commission européenne, l'Eurogroupe et le Fonds monétaire international (FMI) mettent peu à peu en place des outils de financement.

Le 10 mai 2010 est créé un fonds de sauvegarde de l'euro doté de 440 milliards d'euros (prêts et garanties), empruntant sur les marchés et garanti par les États membres. L'idée est simple : se substituer en partie aux marchés pour faire baisser les taux d'intérêt des gouvernements fragilisés et revenir sur la voie de la soutenabilité. Pourtant, malgré les montants mis en jeu et les efforts déployés pour institutionnaliser cet outil sous la forme d'un Fonds européen de stabilité financière (FESF) puis du Mécanisme européen de stabilité (MES) à partir de 2013, les taux d'intérêt

restent aujourd'hui encore particulièrement élevés.

... à une lecture structurelle

Ce n'est qu'en 2011 que les dirigeants européens ont pris conscience que la crise en Grèce et au Portugal n'était pas un problème de liquidité et d'accès au marché, mais un problème beaucoup plus profond de compétitivité de ces économies et d'une incapacité à rembourser leur dette, quelle que soit l'attitude des marchés. Faire baisser les taux n'apporte donc qu'un répit. L'action publique s'est alors peu à peu concentrée sur le redressement des finances publiques – baisse des dépenses publiques, hausse de la fiscalité et même un défaut pour la Grèce – et l'amélioration de la compétitivité – mesures d'assouplissement du marché du travail et de réduction des coûts salariaux –. Le virage de l'austérité correspond à la prise de conscience que les marchés financiers n'étaient pas les responsables de la crise, mais simplement des révélateurs de fragilités existant depuis longtemps et s'étant aggravées depuis 2007.

2012 sera l'année de mise en place de cette nouvelle politique économique. Le Pacte budgétaire européen signé le 2 mars 2012 par tous les États membres sauf le Royaume-Uni et la République tchèque a pour objectif de ramener les finances publiques sur les rails et de redonner confiance aux investisseurs : il engage les gouvernements à se doter d'une « règle d'or » inscrite dans leur constitution qui les oblige à adopter des budgets à l'équilibre. Il conduit également les gouvernements à se rencontrer plusieurs fois par an pour coordonner leurs politiques budgétaires et fiscales. Ce Pacte, fruit d'une longue négociation menée depuis le printemps 2010 par l'Allemagne, est un pas important vers une plus grande intégration politique de l'Europe. Pour mesurer l'importance de ce traité, il faut se souvenir qu'en septembre 2011, la cour constitutionnelle allemande a estimé que seul le Bundestag avait la compétence pour gérer l'argent des

contribuables allemands et a failli rendre anticonstitutionnel le FESF : la surveillance mutuelle des budgets nationaux impliquent un transfert conséquent de souveraineté vers le niveau communautaire.

Le prix de l'austérité

Mais, la mise en place de ces règles d'or est paradoxale. D'une part, des pays comme l'Espagne ou l'Irlande étaient les pays les plus vertueux en matière budgétaire avant la crise ; la dégradation de leurs comptes publics ne vient donc nullement d'un laxisme budgétaire, mais plutôt d'erreurs de politique économique aux niveaux national et européen. L'existence du Pacte avant la crise n'aurait sûrement pas empêché celle-ci. D'autre part, en imposant à l'ensemble des États membres une austérité budgétaire, l'Union européenne a rendu inévitable une récession fin 2011 et début 2012. Certes, la situation budgétaire s'est stabilisée, mais le taux de chômage, après avoir stagné à 10 % début 2011, atteignait en février 2012 10,8 %. Les mouvements sociaux, de plus en plus violents, en Grèce, en Espagne et au Portugal, sont les conséquences directes de cette austérité.

À plus long terme, la réduction des dépenses publiques, si elle n'est pas accompagnée d'une réflexion sur une meilleure utilisation des fonds publics, risque de déstructurer le tissu économique et social avec des conséquences difficiles à prévoir.

L'action de la BCE, significative mais insuffisante pour sortir de la crise

Début 2012, la seule action significative reste celle de la Banque centrale européenne : depuis fin 2010, elle intervient directement sur les marchés des obligations d'État. En rachetant les dettes publiques, elle a permis une stabilisation des taux d'intérêt et évité des crises de liquidité. Cela a contribué à limiter les risques courus par le système bancaire, fortement exposé aux dettes souveraines, et éviter un nouveau « risque

systémique ». Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, a déclaré le 11 avril 2012 que « les opérations de refinancement à trois ans ont permis d'éviter un désendettement désordonné qui aurait pu se traduire par de la déflation. ».

La BCE a maintenu des taux directeurs très bas pour améliorer l'accès des banques, et des entreprises, au crédit et éviter un nouveau *credit crunch*. Selon une étude de BRUEGEL, alors que le déficit courant de la Grèce et du Portugal étaient habituellement financés par des capitaux privés, à partir de 2008, il est aujourd'hui soutenu en très grande partie par la BCE et l'Eurosystème. Selon Hans-Werner Sinn, président de l'Institut IFO d'Allemagne, la banque centrale allemande (Bundesbank) serait exposée à hauteur de 500 milliards d'euro.

Si significative que soit l'action de la BCE, elle ne pourra vraisemblablement pas durer éternellement. Et si l'Union européenne n'aura pas été capable d'ici là de se réformer pour apporter des solutions à la crise qui la secoue, la situation ne pourra alors qu'être pire et difficilement contrôlable.

Dans son rapport de mai 2012, le FMI prévoit un recul du PIB de la zone euro de 0,3 % en 2012 et une croissance très faible, 0,9 % en 2013, parvenant à peine à retrouver le niveau de 2011. L'Espagne et l'Italie devraient rester en récession en 2012 et 2013. Olivier Blanchard, chef économiste du FMI, a indiqué que « si la crise de la zone euro s'aggrave, le monde replongera dans la récession ».

La solution est simple : l'Union européenne devrait mettre en œuvre un nouveau plan de relance. Le problème est qu'elle n'en a pas les moyens : les États n'ont plus de marges de manœuvre et la Commission européenne, faute de pouvoir émettre des euro-obligations, non plus. L'Europe se condamne donc à un enlisement qui n'est pas sans rappeler celui des années 1930.

La démocratie et l'Europe en danger

Pourquoi est-ce différent aux États-Unis et au Japon ?

La crise de la zone euro n'est donc pas finie, et nous nous trouvons probablement dans l'œil du cyclone. Les États-Unis et le Japon, alors qu'ils sont dans une situation budgétaire similaire, voire pire, ont un avantage sur l'Europe : ils sont unis. La dette américaine avoisine les 100 % du PIB et la campagne présidentielle tourne autour de la meilleure politique à suivre : réduction des dépenses publiques (option républicaine) ou augmentation des impôts (option démocrate). Mais, quel que soit le choix fait par les électeurs, les États-Unis resteront une puissance économique de premier rang dotée de la monnaie internationale, le dollar, qui inspire confiance. Les banques centrales étrangères détiennent de tels montants en bons du Trésor américain qu'elles ont tout intérêt à poursuivre leur politique d'achat afin de maintenir la valeur de leurs placements. Même la dégradation de leur notation par Standard & Poor's à l'été 2011 n'a pas fait perdre aux obligations américaines leur statut de valeur refuge : leur taux tournait autour de 2 % début 2012, avec même parfois des taux réels négatifs, les banques payant pour emprunter au gouvernement américain !

Les États américains ont par contre l'obligation d'avoir des budgets en équilibre, et certains d'entre eux ont tout simplement été obligés d'interrompre certains services publics à l'été 2011. Mais, l'existence d'un budget fédéral permet de contrebalancer ces effets.

La dette japonaise est quant à elle détenue à 95 % par les résidents : elle est un problème strictement japonais, et nul n'a intérêt à spéculer contre la dette de son propre pays.

Par ailleurs, la Réserve fédérale américaine tout comme la banque centrale japonaise sont autorisées à acheter des bons du Trésor à leur émission, ce qui limite le risque de défaut et

réduit par conséquent la spéculation sur ce type d'événement.

L'Europe fragmentée

L'Union européenne souffre de sa fragmentation. Il a fallu attendre début 2011 pour que soient créées des agences de régulation des marchés financiers et bancaire au niveau européen. Faute d'une capacité de coordination suffisante, les Européens n'ont pu, à l'image des Américains et de la loi Dodd-Frank, réformer suffisamment leur système bancaire, ce qui explique en partie les liens de plus en plus forts entre crise bancaire et crise des dettes souveraines. Les banques européennes sont beaucoup plus importantes, transnationales et universelles que les américaines, mais, paradoxalement, sont encore très liées à leur pays ou région d'origine, ce qui rend d'autant plus difficile les restructurations nécessaires pour consolider le système bancaire européen.

La gestion de la crise a remis à l'honneur le Conseil, symbole de l'inter-gouvernementalité, au détriment d'une logique plus communautaire. Le couple franco-allemand a ainsi été au cœur des négociations pour le FESF et le Pacte de stabilité budgétaire. Si cette méthode a permis réactivité et audace, elle a donné l'image d'une Union européenne partagée entre ses 27 membres. Faute d'une unité politique réelle, l'Union européenne peine à parler d'une seule voix à ses interlocuteurs économiques et financiers. Les marchés financiers ne se font que l'écho de la maxime : « diviser pour régner », en imposant leur logique aux politiques gouvernementales.

En Grèce, un dialogue entre les parties prenantes a réussi à se construire et a permis de trouver un compromis dégageant une vision partagée de long terme. Aujourd'hui, la zone euro a besoin de généraliser ce dialogue avec les investisseurs et les industriels pour s'engager sur la voie d'un partenariat public-privé de long terme pour relancer l'économie européenne : restructuration des

dettes publiques, projets d'investissements de long terme, réformes du modèle social et économique européen, politique industrielle européenne.

Ces enjeux ne sont pas que budgétaires, ils sont d'abord démocratiques. Si l'Europe n'est pas capable de présenter une politique de croissance de long terme aux acteurs économiques, elle se condamne à vivre au jour le jour. Les marges de manœuvre des gouvernements et des collectivités seront toujours plus réduites. Les peuples auront-ils toujours le droit à disposer d'eux-mêmes, comme l'énonce la Charte des Nations unies ? Les conseils de la Troïka (Union européenne, FMI et BCE) qui est chargée de suivre la mise en place des aides financières aux pays européens en difficulté pèsent lourdement sur les choix politiques de ces pays, suscitant de nombreuses réactions hostiles à cette « intrusion » et ravivant les tensions entre les citoyens européens et l'Union européenne.

Alors que le chômage atteint des niveaux records dans certains pays, en particulier chez les jeunes (50 % en Grèce et en Espagne selon Eurostat), la tentation du repli sur soi et de la stigmatisation de certaines populations (Roms, Musulmans) est grande, comme nous le rappelle par exemple la situation en Hongrie. La fragmentation de l'Union européenne signerait la fin du rêve européen, et une période de grands troubles politiques, sociaux et économiques.

Le fédéralisme budgétaire souhaité par certains, les euro-obligations ou encore la création d'un gouvernement économique européen ne sont pas simplement des outils de coordination ou d'action communautaire. Ils sont le moyen pour l'Europe de parler d'une seule voix, celle par exemple du ministre européen des Finances prôné par Jean-Claude Trichet, l'ancien directeur de la BCE, face aux acteurs économiques et financiers, et de construire avec eux une politique de croissance de long terme. Et de maintenir l'unité face aux tentations protectionnistes ou nationalistes.

Après avoir amorti le choc de la crise, les États et les collectivités européennes se trouvent à leur tour prises au piège du surendettement. Leur choix aujourd'hui se porte entre Charybde et Scylla, entre l'austérité pour redresser les finances publiques au risque d'un enlisement de l'économie, et la relance pour faire redémarrer la croissance au risque d'une crise plus grave encore de l'endettement. L'Europe a choisi l'austérité, même si elle est critiquée par ses partenaires commerciaux qui en ressentent les conséquences sur leur propre économie.

Ce pari va au-delà de considérations purement budgétaire, car il conduit à une transformation de la puissance publique, contrainte de réduire ses dépenses. L'État et les collectivités se construisent peu à peu un nouveau

rôle au sein de l'économie, moins protecteur, plus stratège. Mais, cette évolution exacerbe les nationalismes ou les régionalismes qui, faute d'une régulation des intérêts économiques au niveau européen, se concentrent sur leur propre problème, dans une logique de concurrence entre les territoires. La tentation du protectionnisme et la montée des votes extrémistes sont la manifestation de cette interrogation sur le rôle des pouvoirs publics, et celui de l'Union européenne. Si l'Europe ne parvient pas à y apporter une réponse, la fragmentation de son territoire et de ses pouvoirs ne fera qu'aggraver la situation. D'une crise économique, l'Europe est aujourd'hui au cœur d'une crise politique.

Souvent causées par des déséquilibres mettant à jour des défauts de gouvernance, les crises sont propices au changement. Quel sera l'impact de la Grande Récession et de la crise des dettes souveraines sur l'économie mondiale ? S'il est impossible aujourd'hui de prévoir tous les effets que ces deux chocs majeurs auront à moyen et long termes, on remarque d'ores et déjà un certain nombre de recompositions dans le paysage économique mondial. La première concerne la place croissante des économies émergentes au détriment des plus avancées, principalement la zone euro, les pays les plus pauvres demeurant marginalisés. Cécile Bastidon Gilles montre ensuite que, loin d'être achevée, la complexification des mécanismes financiers qui accompagne la globalisation financière se poursuit, créant les conditions d'une nouvelle crise.

Problèmes **économiques**

Quelle économie mondiale après la crise ?

© **CÉCILE BASTIDON GILLES**^[1]

Maître de conférences

LEAD, université du Sud / Toulon Var

^[1] Dernier ouvrage paru : Bastidon Gilles C., Brasseul J., Gilles P. (2010), *Histoire de la globalisation financière*, Paris, Armand Colin.

Tout juste convalescente de la précédente crise, l'économie mondiale est sous le coup d'une nouvelle menace de ralentissement. Les deux épisodes ont en commun d'avoir été initialement des crises financières : les marchés de titres reculent fortement dès le deuxième semestre 2007, mais la croissance du PIB mondial accuse son point bas en 2009 ; les tensions sur les dettes souveraines de la zone euro apparaissent dès 2010, avec pour conséquence une croissance négative ou faiblement positive (Europe, États-Unis), ou dans le meilleur des cas ralentie (économies

émergentes), en 2012. Ces crises ont un autre point commun : contrairement aux décennies 1980 et 1990, les systèmes financiers qui en sont à l'origine ne sont pas ceux des économies en développement ou émergentes, mais ceux, hypertrophiés et sophistiqués, des économies avancées.

L'usage généralisé des expressions « planète de la finance » ou « monde de la finance » dans les médias, faisant écho à la notion de « sphère financière » des publications académiques, est révélateur de cet état de fait : l'essentiel des opérations financières est désormais autonome, n'ayant plus forcément pour objectif le financement d'activités productives. Il est donc nécessaire, pour un état des lieux de l'économie mondiale de l'après-crise(s), de se pencher sur les développements du processus de globalisation financière, en revenant à des éléments d'appréciation

factuels, aussi bien pour ce qui concerne l'actualité récente que pour le nécessaire éclairage qu'apporte la perspective historique.

D'abord, le constat général de développement autonome des marchés financiers. Il est particulièrement manifeste en ce qui concerne l'expansion du marché des changes, premier marché mondial de capitaux en volume. Entre 2001 et 2010, ces volumes sont multipliés par 2,7, soit un taux de croissance annuel moyen de 11,7 % environ, considérablement plus rapide que celui de la richesse mondiale ou du commerce international (respectivement, 3,6 et 5,1 %) sur la même période. En 2010, sur les marchés des changes, l'équivalent de 4 000 milliards de dollars s'échangent quotidiennement. À la même date, le commerce mondial s'établit au même niveau, mais en valeur trimestrielle. La comparaison avec les capacités d'intervention de l'ensemble des banques centrales, mesurées par leurs stocks de devises, est également éclairante : celles-ci représentent, toujours à la même date, l'équivalent de deux jours de transactions sur les marchés de change, dont 30 % détenus par la seule banque centrale chinoise.

Cet exemple montre que l'essor de la finance globale place les États en situation de contrainte mécanique : les volumes de capitaux qui circulent sur les marchés globalisés sont disproportionnés par rapport à leurs propres moyens d'intervention. Dans ce cadre général, un état des lieux détaillé de la finance globale à l'orée de la décennie 2010 permet de pointer trois phénomènes spécifiques : 1/ nombre de pays sont exclus de ce système « global », et parmi ceux qui en font partie, la crise a considérablement modifié les rapports de force ; 2/ les profils de croissance et de sortie de crise de certaines économies financiarisées et globalisées (zone euro) présentent des faiblesses spécifiques ; 3/ la complexité croissante des mécanismes financiers rend les risques toujours plus difficiles à identifier et à mesurer, créant ainsi les conditions de la crise suivante.

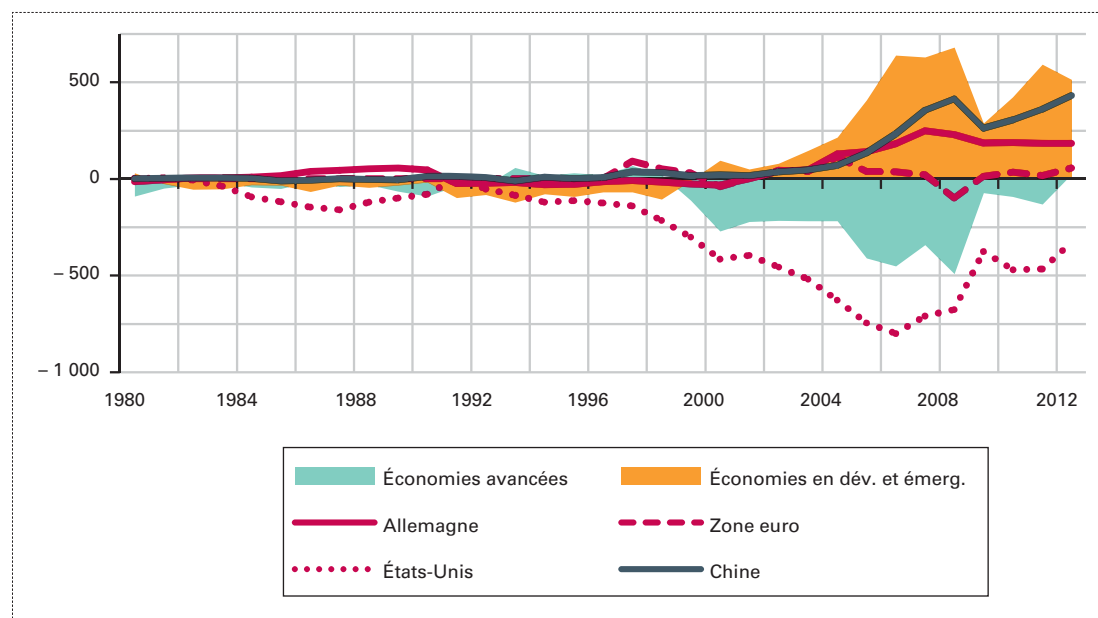
Circulation de l'épargne mondiale : les économies émergentes ne connaissent pas la crise

La définition de référence d'Henri Bourguinat du processus de globalisation financière, dite « règle des 3D » (désintermédiation, déréglementation, décloisonnement), énoncée en 1992, reste d'actualité deux décennies plus tard. Commençons par le décloisonnement. Il s'agit de la suppression des cloisonnements entre les différents segments des marchés financiers : activités de nature différente, mais également systèmes de financement de pays différents. Il en résulte la capacité de prêter ou de placer à l'étranger, sans contrainte – et symétriquement de trouver des sources de financements au niveau international aussi bien que domestique.

Il existe deux types de configurations (voir graphique 1) : les économies en développement et émergentes, à balance courante globalement excédentaire, dont l'excès d'épargne s'investit à l'étranger ; et les économies avancées, singulièrement les États-Unis, à balance courante globalement déficitaire, dont le déficit d'épargne est comblé par des capitaux étrangers. C'est le paradoxe du décloisonnement : la libre circulation de l'épargne mondiale conduit à ce que les déficits d'épargne des économies avancées soient financés par les excédents de celles qui le sont moins. Les crises sont plutôt des moments de résorption des déséquilibres : entre 2008 et 2009, les excédents comme les déficits sont réduits de moitié au moins. Les périodes de prospérité favorisent au contraire leur accentuation. Le FMI prévoyait ainsi en 2010 à horizon de quatre ans un nouveau creusement rapide, avant de réviser ses prévisions en 2011 dans le sens d'une nouvelle résorption des déséquilibres.

Dans le détail de la géographie des flux de capitaux, non seulement les économies avancées sont destinataires de l'essentiel de l'épargne mondiale, mais encore, elles

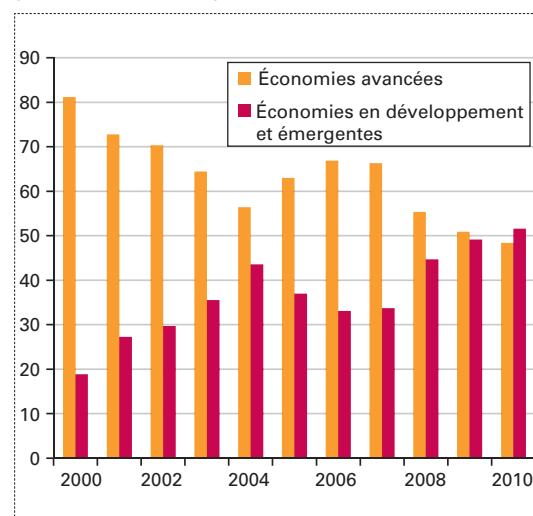
1. Symétrie des déséquilibres de balances courantes (soldes des balances courantes, en milliards de dollars)



Source : FMI.

concentrent habituellement les investissements durables (voir graphique 2). Ainsi, la part des investissements directs qui revient aux économies en développement et émergentes est habituellement de 20 à 40 % seulement. Cependant, dans les périodes de crise, où le volume global des flux se tasse, cette proportion augmente. Ce constat conduit à nuancer le précédent : certes, les économies avancées ont été jusqu'ici destinataires de la majeure partie de l'épargne mondiale, et en particulier de la majeure partie des investissements durables. Toutefois, dans la période actuelle de crises, les économies en développement et émergentes résistent mieux : elles conservent des flux d'investissements directs relativement stables alors que ceux des économies avancées reculent. Ainsi, en 2010, pour la première fois, elles reçoivent plus de la moitié des investissements directs mondiaux. L'essentiel de ces investissements se concentre sur les économies asiatiques (environ 50 %) et sud-américaines (environ

2. Répartition géographique des investissements durables en proportion du total mondial (IDE entrants en %)



Source : CNUCED.

30 %). Pourtant, depuis une quinzaine d'années, les économies d'Afrique sub-saharienne notamment se sont largement désendettées (dette extérieure rapportée au PIB à plus de 70 % en 1995, mais 20 % environ seulement en 2010 selon le FMI), ce qui justifierait une réappréciation positive du risque par les investisseurs.

Le bilan du décloisonnement des marchés de capitaux est donc celui d'un double phénomène de concentration : une concentration des flux d'épargne sur les économies avancées, les économies en développement et émergentes étant pour leur part exportatrices de capitaux ; et à l'intérieur de ce groupe, des situations contrastées : les pays en développement les plus pauvres sont exclus de la circulation mondiale de l'épargne tandis que les émergents attirent de larges volumes d'investissements directs. Au sein du groupe très restreint des économies avancées et émergentes concernées par la globalisation financière, la crise est donc en train de causer de profonds bouleversements dans la répartition des flux d'investissements durables.

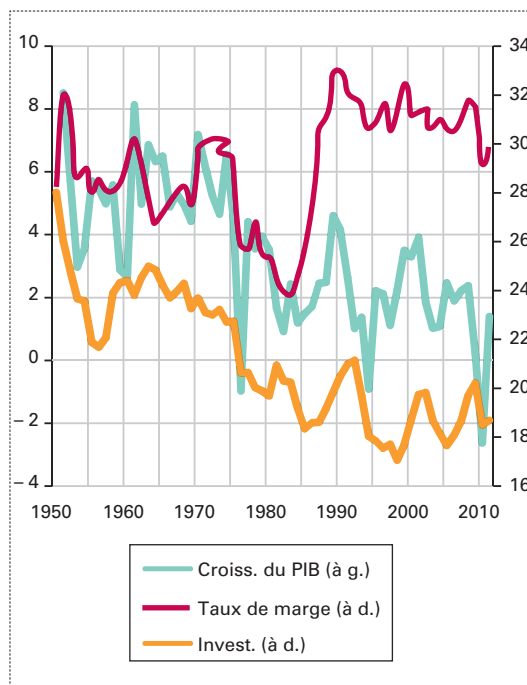
Profils de croissance : la zone euro particulièrement vulnérable

Le deuxième « D » de la « règle des 3D » est la désintermédiation. Le financement de l'économie fait appel à deux systèmes qui coexistent : la finance bancaire, dite intermédiée parce que la banque est intermédiaire entre le déposant et l'emprunteur ; et la finance directe, où le financement se fait par la vente de titres. La désintermédiation désigne le phénomène par lequel les entreprises et les États ont, tendanciellement, davantage recours à la vente de titres et moins aux intermédiaires financiers. Ainsi, notre environnement actuel est caractérisé par un poids relativement faible de l'intermédiation bancaire traditionnelle, c'est-à-dire de la part des crédits dans le financement de l'économie. En France, ce poids est de l'ordre de 40 % en 2010, inférieur de 15 points à sa

valeur du milieu de la décennie 1990. Symétriquement, le poids des marchés financiers est de 60 %, ce qui n'est pas neutre : alors que dans la relation de long terme qui s'instaure avec un établissement de crédit on peut concevoir que les investissements réalisés ne génèrent pas une rentabilité immédiate, cet impératif de rentabilité différée est beaucoup plus difficile à faire admettre à des actionnaires.

En France, la désintermédiation du financement de l'économie intervient d'ailleurs simultanément à une rupture majeure dans la configuration de l'environnement économique (voir graphique 3). Alors que la croissance est désormais relativement lente et fortement instable, le taux de marge s'est stabilisé à partir de la deuxième partie de la

3. Taux de marge des entreprises françaises (EBE/VA brute des sociétés non financières, en %), taux de croissance du PIB (en %) et taux d'investissement (SNF, en %)



Source : INSEE.

décennie 1980. Schématiquement, l'économie française, initialement caractérisée par un environnement de croissance stable et élevée avec taux de marge fluctuant et relativement faible, est actuellement dans la configuration inverse : la croissance est lente et irrégulière avec un taux de marge relativement stable et élevé. Après la cassure à la baisse liée aux crises de la décennie 1970, le taux de marge des entreprises s'élève de 8 points, alors que le taux de croissance est désormais égal à la moitié de sa valeur d'avant 1975. Ce tournant coïncide avec le passage d'une économie de crédit bancaire à une économie de marchés financiers.

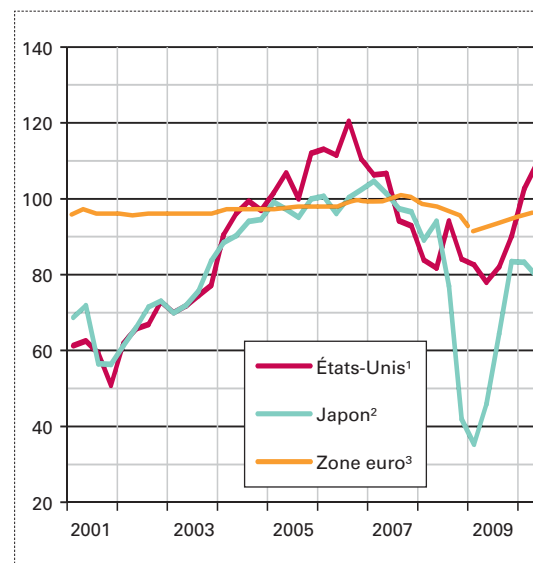
Cette stabilisation du taux de marge à un niveau élevé pourrait être favorable au financement de la croissance : en effet, elle constitue pour les entreprises la possibilité de s'autofinancer plus largement, donc d'être moins tributaires des conditions de financement externe. Ainsi, les effets récessifs d'une hausse des taux d'intérêts ou d'un tarissement du crédit se trouveraient amortis. En pratique, il n'en est rien : cette stabilisation ne correspond pas à une évolution favorable du taux d'investissement des entreprises. Au contraire, celui-ci vient s'établir, à partir de la fin de la décennie 1970, à un niveau historiquement bas. De même, les dents de scie de la courbe d'investissement sont fortement marquées à partir de la décennie 1990, ce qui confirme son statut actuel de variable d'ajustement.

La hausse du taux de marge n'étant pas employée à financer l'investissement des entreprises, elle est redistribuée sous forme de dividendes. La pression exercée sur les entreprises est d'autant plus forte que les actionnaires pèsent dans la structure de leurs financements, autrement dit, que ces derniers sont largement désintermédiés. À titre d'exemple, en France, le taux de marge n'a que faiblement décliné en 2009 malgré le recul du PIB de 2,5 % ; le taux de distribution des bénéfices a même atteint des sommets historiques (42 %). La faiblesse de l'investissement qui résulte de cet arbitrage n'est pas

sans rapport avec le maintien d'une croissance faible. L'examen de la contribution de l'investissement à la croissance le confirme. Alors que cette contribution est systématiquement positive et relativement stable jusqu'au milieu de la décennie 1970, elle est aujourd'hui extrêmement variable : positive en période de conjoncture favorable, mais fortement négative et procyclique en période de conjoncture défavorable. Le niveau actuel, à la fois stable et élevé, des taux de marge n'a donc pas en retour d'influence positive sur la croissance par le biais de l'investissement des entreprises.

Pour conclure sur les effets de la désintermédiation, une comparaison internationale entre les taux de marge de la zone euro et ceux des États-Unis et du Japon est éclairante (voir graphique 4). On pourrait en effet concevoir que la nécessité de stabiliser les

4. Rentabilité des entreprises non financières : le cas particulier de la zone euro (base 100 au 1^{er} trimestre 2007)



1. Bénéfices avant impôts / valeur ajoutée (VA) brute des sociétés non financières (SNF).

2. Bénéfices ordinaires / chiffre d'affaires des SNF.

3. Excédent brut d'exploitation / VA brute des SNF.

Source : OCDE.

taux de marge à un niveau élevé réponde à une contrainte de concurrence internationale. Il s'avère que ce n'est pas le cas : seul le taux de marge des économies de la zone euro est isolé de la conjoncture. Aux États-Unis et au Japon, il varie avec la croissance conformément aux attentes.

Ces éléments permettent de dresser une conclusion provisoire. À propos du premier « D », le décloisonnement, il est établi qu'en réalité, la globalisation est un phénomène qui ne concerne que le groupe très restreint des économies les plus avancées. À propos du deuxième « D », la désintermédiation, dans le cas de la France en particulier, et de la zone euro en général, les marchés ont actuellement remplacé le crédit bancaire en tant que principale source de financement de l'économie, soit un véritable phénomène de convergence vers les systèmes de financement du Royaume-Uni et surtout des États-Unis. Loin d'être une dynamique interne à la sphère financière, la désintermédiation des financements se traduit dans la zone euro par une pression des marchés sur les entreprises, conduites à dégager une rentabilité élevée et stable, largement consacrée à distribuer des dividendes et non à investir. La faiblesse et l'instabilité des investissements qui en résultent contribuent à installer un environnement de faible croissance, dans lequel les sorties de crise se font de manière comparativement plus lente et avec des taux de croissance plus bas que dans les autres économies avancées.

Organisation des marchés financiers : les bourses traditionnelles sont dépassées

Reste à examiner le dernier « D » : la déréglementation des activités du secteur financier, qui a rendu possible la globalisation financière. Ce n'est pas un processus achevé : sa progression continue de susciter et d'accompagner les mutations de la sphère financière,

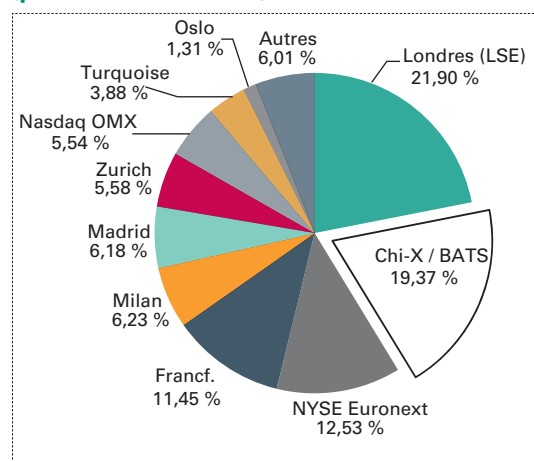
ainsi caractérisée actuellement par une extrême complexité, pour trois principales raisons. D'abord, la limite entre banques et marchés est de plus en plus difficile à déterminer. Ensuite, les opérateurs « historiques » des marchés de titres, les bourses, sont devenus en quelques années des acteurs de second plan sur leurs propres marchés, au bénéfice de plateformes concurrentes dont on sait finalement très peu de choses, puisqu'elles ne sont pas elles-mêmes cotées et n'ont donc aucune obligation de publier leurs comptes. Enfin, la déréglementation récente occasionne une forte progression des transactions sans intervention humaine par rapport au volume total des échanges.

Le décloisonnement des activités financières se traduit, en pratique, par une interpénétration de la finance intermédiée et de la finance de marché. L'exemple le plus connu est celui de la titrisation des crédits : par exemple, les crédits *subprimes* détenus initialement par des banques, puis fractionnés et revendus sous forme de titres. Cette interpénétration est également visible dans l'importance du secteur bancaire dans les capitalisations boursières totales. Par exemple, dans le cas du CAC40, indice généraliste, c'est-à-dire représentatif de l'ensemble des secteurs d'activité, quatre secteurs sont sur-représentés, dont celui des sociétés financières qui pèse environ 15 % de l'indice. Conséquence directe : toute mauvaise nouvelle relative au secteur financier se traduit par une répercussion notable sur l'indice. Il peut en résulter de lourdes pertes, les titres au bilan des entreprises étant désormais comptabilisés non à leur valeur historique d'achat, mais à leur valeur actuelle de marché.

Le deuxième élément de complexité de la sphère financière déréglementée tient au recul des opérateurs de marché historiques. Les marchés « de gré-à-gré », sur lesquels s'échangent l'essentiel des produits financiers complexes, dits « dérivés », sont relativement bien connus. Ils présentent deux inconvénients majeurs dans un contexte d'instabilité financière : d'abord, il n'existe

pas de statistiques de prix et de volumes, ce qui contribue à déstabiliser les anticipations ; ensuite, seule une partie des titres passe par une chambre de compensation et un système de règlement-livraison garantissant la bonne fin des transactions. Toutefois, ces marchés concernent des catégories de titres spécifiques, et jusqu'à récemment, sur les marchés d'actions, la situation était simple, du moins pour l'Union européenne. Chaque place financière possédait une bourse en situation de monopole. Ce monopole disparaît en décembre 2007 avec la mise en application de la directive européenne « marchés d'instruments financiers », plus communément appelée « MIF » ou « MIFID », qui introduit la libre concurrence entre opérateurs historiques et plateformes alternatives. D'abord confidentielles, les parts de marché de ces plateformes décollent à partir de 2009 (voir graphique 5). Ainsi, la part de marché de Chi-X, la principale d'entre elles, double entre août 2008 et août 2010 pour venir s'établir au deuxième rang européen, juste derrière la Bourse de Londres, et devant celle de Francfort et Nyse Euronext, le groupement dont fait partie la Bourse de Paris.

5. Transactions sur actions en Europe : opérateurs historiques et « plateformes alternatives » (parts de marché, en %)

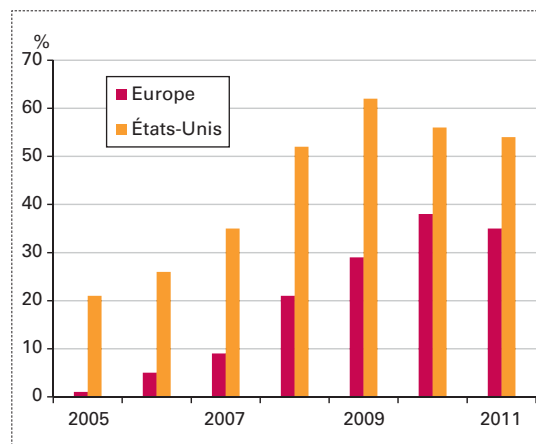


Source : Thomson Reuters

Ainsi, les transactions sur les actions les plus largement échangées font aujourd'hui l'objet d'un fractionnement grandissant, c'est-à-dire que non seulement le nombre d'opérateurs augmente, mais en outre, les nouveaux entrants captent des volumes d'opérations importants. Ce phénomène, beaucoup plus avancé aux États-Unis, a nettement progressé en Europe entre 2010 et 2012, alors que les bourses asiatiques ne sont pour le moment pas concernées. Ce fractionnement croissant suscite de nombreuses interrogations, à commencer par celle de l'optimalité de cette situation en termes de transparence. Une réforme de la directive MIF (« MIF II ») est d'ailleurs en cours de préparation par les instances européennes. Quoiqu'il en soit, l'apparition des plateformes a rendu considérablement plus complexe l'environnement des marchés d'actions, désormais fractionnés entre de nombreux acteurs dont certains parmi les principaux sont très mal connus.

La mise en œuvre de la directive MIF s'est également traduite par une très forte progression de la part des « transactions haute fréquence » en Europe (voir graphique 6). Ces transactions sont automatiquement générées par des algorithmes qui identifient les opportunités d'achat ou de vente, c'est-à-dire les écarts de prix entre deux opérateurs qui proposent le même titre – par exemple, une bourse et une plateforme. Elles ont une très faible durée, inférieure au millième de seconde, afin de profiter d'écarts de prix infimes sur des transactions répétées. Aux États-Unis, ces transactions représentent depuis 2008 entre 50 et 60 % des volumes échangés. En Europe, elles représentent actuellement un tiers du marché, la mise en œuvre de la directive MIF ayant suscité l'occasion de telles transactions en multipliant les opérateurs. Les années 2010 et 2011 marquent un léger recul de la part des transactions haute fréquence sur les marchés d'actions, mais parallèlement, sur les marchés de produits dérivés standardisés (*futures*) et de change, où leur part est plus faible (environ 25 % en 2010), elles sont en plein essor.

6. Transactions « haute fréquence » (% du volume total des transactions sur les marchés d'actions)



Source : TABB Group.

En définitive, l'examen des modalités récentes de la déréglementation financière, et particulièrement de la mise en application de la directive MIF pour l'espace européen, montre bien que la globalisation financière est un processus loin d'être achevé. Ainsi, au cours des cinq dernières années et parallèlement au déroulement d'une crise majeure, les marchés financiers européens se sont profondément transformés et complexifiés avec l'apparition et l'installation de nouveaux acteurs. De sorte qu'aujourd'hui, les marchés de capitaux sont avant tout extrêmement fragmentés : entre marchés de gré à gré et marchés organisés, entre opérateurs historiques et plateformes alternatives... Cette complexité rend plus difficile l'identification des risques et tend à alimenter et à renforcer les comportements de panique des investisseurs en période de crise.

D'une crise à l'autre

À l'issue de cet état des lieux, la situation de l'espace européen apparaît donc assez peu

favorable, pour trois raisons principales. D'abord, alors même que la globalisation financière, en fait, n'est pas un phénomène véritablement global puisqu'elle ne concerne qu'un petit nombre d'économies avancées et émergentes, la crise a bouleversé la hiérarchie historique des risques relatifs aux placements internationaux. Les économies émergentes ont acquis un statut inattendu de valeur refuge. Ensuite, au sein des économies globalisées, le financement de l'économie repose désormais majoritairement sur les marchés et non plus sur les activités traditionnelles des banques. Il en résulte, de manière flagrante dans le cas de l'Union européenne, une course à la redistribution des bénéfices et une faiblesse structurelle de l'investissement des entreprises qui contribuent à l'installation durable d'un environnement de faible croissance, notamment en sortie de crise. Enfin, les mesures récentes de déréglementation des activités financières ont conduit à une convergence des caractéristiques des marchés financiers de l'espace européen vers ceux des États-Unis, notamment en matière de concurrence sur les marchés de titres. Il est encore trop tôt pour dire s'il s'agit véritablement d'une situation plus concurrentielle – et surtout, si cette configuration ne fragilise pas excessivement les marchés européens. Il apparaît dans l'ensemble que l'Europe est actuellement dans une situation précaire, ainsi que la crise des dettes souveraines en donne l'illustration. En termes d'entrées de capitaux, elle n'a ni le statut de valeur refuge des pays émergents, relativement isolés de la conjoncture internationale, ni l'avantage du dollar que détiennent les États-Unis ; la structure du financement de sa croissance est contraignante ; et ses marchés financiers, en pleine mutation, génèrent de l'incertitude et des risques mal maîtrisés.

LA GRANDE RÉCESSION EN CHIFFRES

1. Production

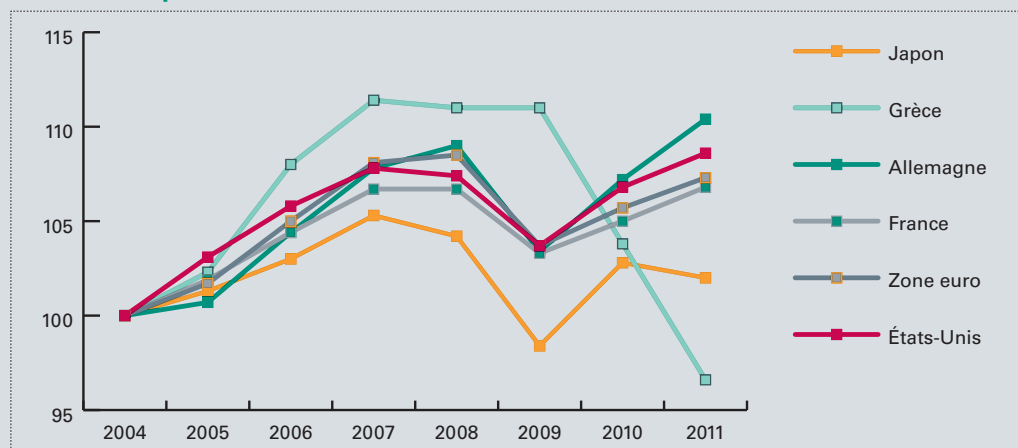
1a. Croissance du PIB réel (%)



* Prévisions.

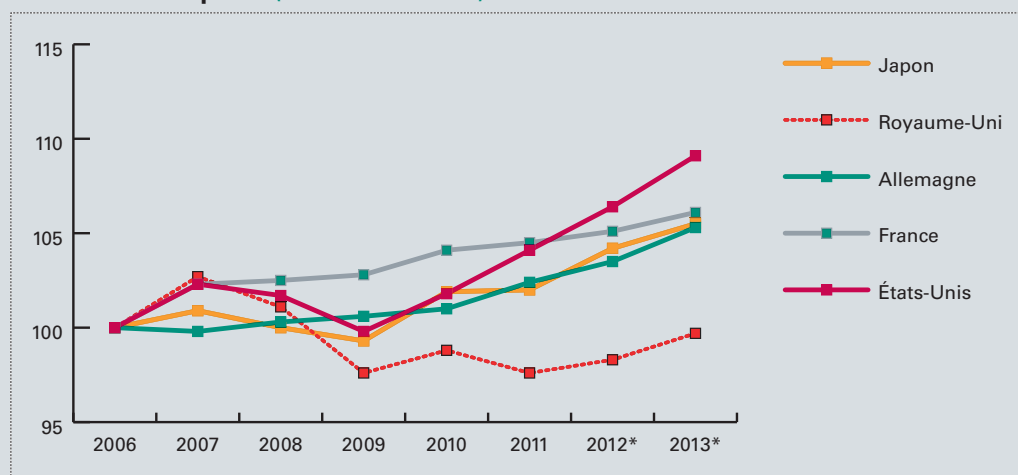
Sources : FMI-OCDE.

1b. PIB (PPA, prix constants, indice 100 en 2004)



Source : OCDE.

2. Consommation privée (indice 100 en 2006)

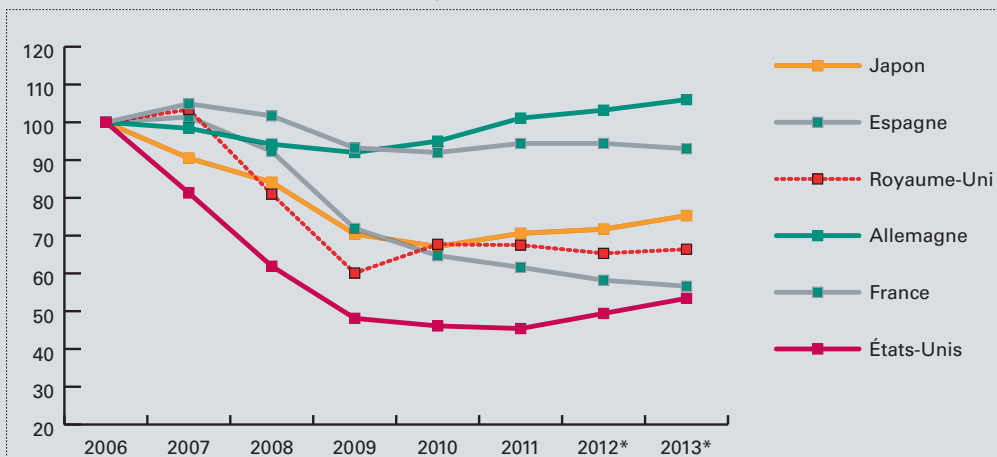


* Prévisions.

Source : OCDE.

3. Investissement

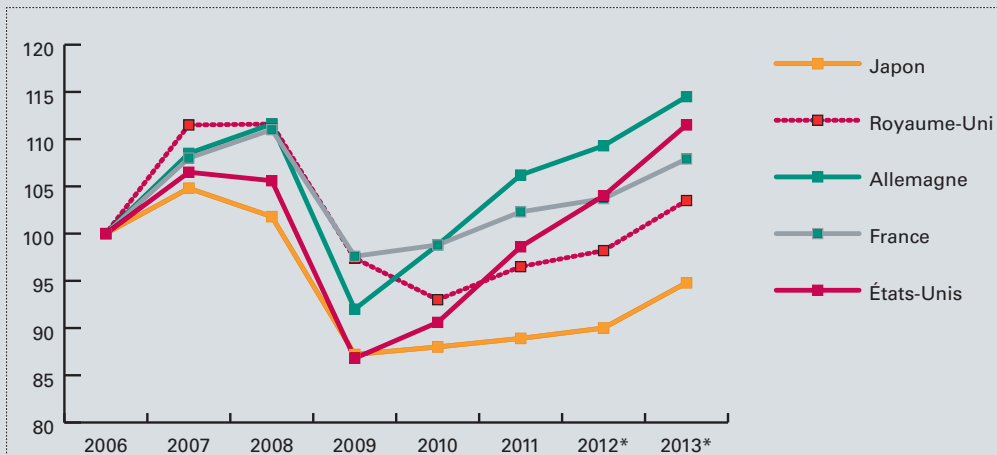
3a. FBCF résidentiel (construction de logements) (en volume, base 100 en 2006)



* Prévisions.

Source : OCDE.

3b. FBCF non résidentiel du secteur privé (en volume, base 100 en 2006)



* Prévisions.

Source : OCDE.

4. Échanges internationaux (monde, indice base 100 en 2006)

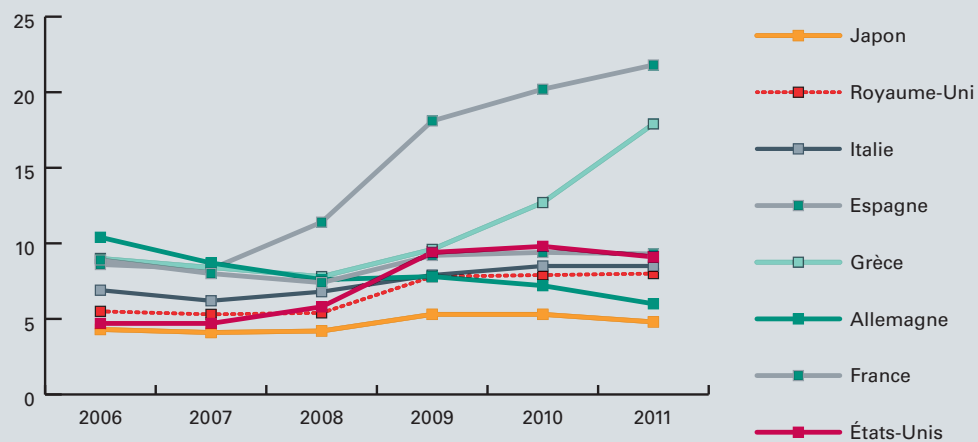


* Prix et taux de change courants.

** Flux entrants.

Source : CNUCED.

5. Taux de chômage (en %)



Source : OCDE.

6. Finances publiques

6a. Solde public (en % du PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*
États-Unis	- 2,2	- 2,9	- 6,6	- 11,6	- 10,7	- 9,7	- 8,3	- 6,5
France	- 2,4	- 2,7	- 3,3	- 7,6	- 7,1	- 5,2	- 4,5	- 3
Allemagne	- 1,7	0,2	- 0,1	- 3,2	- 4,3	- 1	- 0,9	- 0,6
Royaume-Uni	- 2,7	- 2,8	- 5	- 11	- 10,3	- 8,4	- 7,7	- 6,6
Japon	- 1,3	- 2,1	- 1,9	- 8,8	- 8,4	- 9,5	- 9,9	- 10,1
Irlande	2,9	0,1	- 7,3	- 14	- 31,2	- 13	- 8,4	- 7,6
Grèce	- 6	- 6,8	- 9,9	- 15,6	- 10,5	- 9,2	- 7,4	- 4,9
zone euro15	- 1,4	- 0,7	- 2,1	- 6,4	- 6,2	- 4,1	- 3	- 2

* Prévisions.

Source : OCDE.

6b. Dette publique brute (en % du PIB)



* Prévisions.

Source : OCDE.

N.B. : Les données OCDE pour la dette publique brute diffèrent légèrement des données Eurostat. Un écart assez significatif est observé pour la France.

////////////////////////////////////
A retourner à la **Direction de l'information légale et administrative (DILA)** – 23 rue d'Estrées 75345 Paris Cedex 07

BULLETIN D'ABONNEMENT ET BON DE COMMANDE

Comment s'abonner ?
Où acheter un numéro ?

Sur www.ladocumentationfrancaise.fr
(paiement sécurisé).
Sur papier libre ou en remplissant
ce bon de commande
(voir adresse d'expédition ci-dessus).
En librairie, à la librairie
de la Documentation française,
29/31 quai Voltaire – 75007 Paris
et en kiosque pour l'achat
d'un numéro.

Je m'abonne à *Problèmes économiques* (22 numéros simples par an et 2 hors-série)⁽¹⁾

☐ France métropolitaine 73,00 € ☐ Tarifs étudiants et enseignants (France métropolitaine) 49,00 €
☐ Europe 99,00 € ☐ DOM-TOM-CTOM HT 92,50 € ☐ Autres pays HT 117,80 €
☐ Supplément avion 19,30 €

Je commande un numéro simple de *Problèmes économiques* 4,70 €
Je commande le(s) numéro(s) simples suivant(s) :

Pour un montant de € Participation aux frais de port⁽²⁾ + 4,95 €
Soit un total de €

☐ Par chèque bancaire ou postal à l'ordre
du comptable du B.A.P.O.I.A – DF

☐ Par mandat administratif (réservé aux
administrations)

☐ Par carte bancaire N°

Date d'expiration

N° de contrôle
(indiquer les trois derniers chiffres situés au dos
de votre carte bancaire, près de votre signature)

Raison sociale

Nom Prénom

Adresse
 (bât, étage)

Code postal Ville Pays

Téléphone Courriel

Ci-joint mon règlement de €

Date Signature

⁽¹⁾Tarifs applicables jusqu'au 31 décembre 2012
⁽²⁾Pour les commandes de numéro seulement

Informatique et libertés – Conformément à la loi du 6.1.1978, vous pouvez accéder aux informations vous concernant et les rectifier en écrivant au département
marketing de la DILA. Ces informations sont nécessaires au traitement de votre commande et peuvent être transmises à des tiers, sauf si vous cochez ici ☐

problèmes économiques

TOUS LES QUINZE JOURS, LE MEILLEUR
DE LA PRESSE ET DES REVUES
POUR SUIVRE L'ACTUALITÉ



4,70 €
Le numéro



6,80 €
Hors-série

↓ ABONNEMENT À PROBLÈMES ÉCONOMIQUES

- > 22 numéros simples + 2 numéros hors-série proposant des articles inédits pour approfondir les grandes questions économiques
- > Tarif France métropolitaine 73 €
- > Tarif spécial étudiants, enseignants : 49 €
- > Tarif spécial bibliothèques : 65,70 €

En vente chez votre librairie, en kiosque,
sur www.ladocumentationfrancaise.fr
et par correspondance : DILA - CS 10733
23 rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07

HORS-SÉRIE

NOVEMBRE 2012 NUMÉRO 2

comprendre LES CRISES ÉCONOMIQUES

Surprenante par sa brutalité et son ampleur, la Grande Récession déclenchée par les *subprimes* invite à réfléchir aux mécanismes des crises économiques. Quels sont les différents types de crises ? Sont-elles prévisibles ? Peut-on les prévenir par des politiques économiques appropriées ?

De la Grande Dépression au problème actuel des dettes souveraines en Europe en passant par la bulle internet, ce hors-série de *Problèmes économiques* passe en revue les grandes crises du XX^e et du XXI^e siècles.

Prochain numéro à paraître :

Comprendre le marché du travail

Directeur de la publication

Xavier Patier

Direction de l'information

légale et administrative

Tél. : 01 40 15 70 00

www.ladocumentationfrancaise.fr

Imprimé en France par la DILA

Dépôt légal 75059, novembre 2012

DF 2PE30540

ISSN 0032-9304

CPPAP n° 0513B05932

6,80 €



3 303332 030545