

LES CAHIERS

Extrait du Cahier n° 37
REGARDS SUR LA CRISE

UNE CRISE AMERICAINE QUI A CONTAMINE LE MONDE ENTIER

André Gauron

Février 2009

Que la crise actuelle revête une dimension mondiale, l'effondrement général des bourses et le ralentissement général de la croissance en atteste. Pour autant, parler de crise « globale » ou « mondiale » conduit à gommer la responsabilité proprement américaine de la crise — qui ne se résume pas seulement à la cupidité de quelques uns — et les problèmes spécifiques induits par ses vecteurs de propagation à l'échelle de la planète. Par ailleurs, le regard que l'on peut porter sur cette crise conduit aussi à s'interroger sur les caractéristiques du régime d'accumulation des trente dernières années et à repenser les analyses développées en son temps par les théoriciens de la régulation.

On peut caractériser cette crise comme une crise financière d'origine américaine à dimension mondiale à raison du degré d'intégration des systèmes financiers nationaux dans la finance américaine. Le cœur de cette crise, et notamment son impact sur l'économie, réside dans l'effondrement du système de crédit tel qu'il fonctionne aux Etats-Unis. La possibilité qu'ont les ménages américains d'augmenter leur endettement avec l'augmentation de la valeur de leurs actifs financiers et immobiliers s'est brusquement retournée avec la double chute du marché immobilier et de Wall Street. Compte tenu de la stagnation des salaires, cet effet richesse a été un facteur majeur de la croissance de la consommation des ménages et son retournement provoque aujourd'hui sa contraction.

Le point de départ réside dans la désintermédiation du crédit aux ménages (immobilier, cartes de crédit, crédits à la consommation, prêts étudiants...) : en titrisant leurs prêts, les banques se sont déliées de l'obligation qui leur avait été imposée de respecter un ratio de solvabilité liant le montant des crédits accordés à celui de leurs fonds propres. Les crédits ont pu croître sans aucune limite autre que le placement des produits adossés à ces prêts et sans considération de risque, les prêts hypothécaires étant aux Etats-Unis fonction de la valeur du bien et non du revenu des ménages. Piégés par le système de taux progressif — avec souvent un différé de premier paiement — qui leur a fait miroiter la possibilité de devenir propriétaire, un nombre croissant de ménages à faibles revenus sont devenus insolvable et ont dû abandonner leur maison ou appartement dont la vente par les banques a provoqué le retournement du marché immobilier américain.

Ce retournement du marché immobilier américain a eu deux conséquences. En premier lieu, il a directement affecté les ménages américains dont la capacité d'emprunt dépend très directement de la valeur de leurs biens et de leur liquidité. Le retournement du marché a réduit l'un et l'autre. En second lieu, la titrisation des prêts hypothécaires a propagé les défauts de paiement à toute la chaîne de la revente de ces titres qui était aussi une chaîne de revente du risque. Mais le revendre ce n'est pas le faire disparaître poussé par une irrésistible obsession de la liquidité. Comme l'a montré Keynes, si tout le monde veut être liquide, le marché disparaît. C'est exactement ce qui s'est produit. Du coup, la paralysie a saisi les opérateurs et le marché interbancaire s'est ainsi brusquement trouvé asséché bien avant la faillite de Lehman Brothers. L'effet de levier de l'endettement s'est alors brusquement retourné : contraint par les échéances de remboursement et d'appel de marges de trouver de la liquidité. Celle-ci ayant disparu, les opérateurs (banques, fonds et autres « investisseurs ») ont dû brader leurs actifs et ont mis le feu à la plaine (pour une analyse détaillée, voir M. Aglietta, *La crise* et F. Lordon, *Jusqu'à quand ?*)

La responsabilité des banques est grande, et même première puisqu'elles sont à l'origine de toute la chaîne. Elles sont en effet tenues par des obligations de solvabilité qui leur fixent des ratios liant les prêts accordés à leurs fonds propres (Bâle 1 et 2). Le respect de cette obligation entraînait soit une augmentation des fonds propres soit une limitation de leur activité de crédits avec dans ce cas comme conséquence un frein à la croissance économique.

La titrisation leur a permis d'échapper à ce dilemme et d'augmenter les prêts accordés sans augmenter leurs fonds propres. Faut-il en conclure que le ratio prudentiel était trop rigoureux et de nature à brider crédit et croissance ? En réalité, le contournement du ratio a répondu à une motivation de valorisation boursière et donc à un objectif actionnarial. Pendant toutes ces années, les banques ont engrangé de confortables bénéfices qu'elles auraient dû consacrer à augmenter leurs fonds propres pour accompagner leur activité de crédit. Mais un tel choix revenait à diluer les actionnaires et aurait pesé sur les cours de bourse — et donc aussi sur la valeur des stock-options —. Les banques ont donc préféré mettre en place des programmes de rachat d'actions et détruit du capital conduisant à toujours plus de titrisation. En outre, aux Etats-Unis, une part importante des crédits était distribuée par des établissements financiers qui ne disposent pas ou peu de dépôts et donc se finançaient directement sur le marché monétaire. Ceux-ci ont été pris au piège de la disparition du marché interbancaire.

A partir de l'été 2007, les banques se sont trouvées confrontées à une double crise de solvabilité et de liquidité due à la dépréciation des actifs financiers d'un côté et au renchérissement du coût puis à l'assèchement du crédit interbancaire de l'autre. Les banques se trouvaient en effet prises au piège de la comptabilisation de leurs actifs en valeur de marché. Alors que leur accès au crédit dépendait directement du respect du seuil réglementaire du ratio de capital, celui-ci se dégradait avec la dépréciation de la valeur de leurs actifs. De plus, les banques qui finançaient leurs prêts en empruntant directement sur le marché monétaire ont été directement confrontées à un assèchement brutal de leurs ressources — cas de Bear Stearns et de Lehman Brothers —.

Avant même de venir au secours de la croissance, gouvernements et banques centrales durent ainsi inventer dans l'urgence, à l'automne 2008, les moyens d'éviter un effondrement généralisé des banques et la paralysie du crédit. A chacun sa tâche : aux gouvernements de renforcer la solvabilité par apports de fonds propres, voire nationalisation pure et simple, et délestage des actifs « pourris » c'est-à-dire sans valeur; aux banques centrales de suppléer la disparition du marché interbancaire en leur ouvrant un guichet de financement direct. Si les capitaux apportés, parfois en complément de ceux que les banques avaient réussi à lever à temps sur le marché, ont permis plus ou moins de couvrir les pertes subies et de restaurer les ratios de solvabilité, le marché interbancaire reste paralysé par l'aversion au risque des banques à se prêter entre elles générant des comportements de thésaurisation. Or, du retour à un fonctionnement normal du crédit dépend en partie le succès des plans de relance de la croissance économique.

L'urgence n'a guère laissé de place aux débats idéologiques. Ils ne sont pourtant pas absents de choix qui ont présidé aux premières initiatives, l'un, le plan Paulson de rachat par le Trésor des actifs « toxiques » se veut fidèle au credo libéral de non intervention dans la gestion, l'autre, celui de Gordon Brown de nationalisation des banques ne s'embarrasse pas de telles considérations. Mais le credo libéral s'est heurté aux réalités du marché, ou plutôt dans le cas présent à la disparition des marchés des produits titrisés ne permettant plus de leur donner une valeur de rachat. Entre effet d'aubaine, si le prix est trop élevé, et spoliation, s'il est trop bas, le credo libéral ne permet pas de trancher. D'où finalement le ralliement des gouvernements à la solution de Gordon Brown d'apports de capitaux publics avec toutefois des degrés divers de prise de contrôle et d'intervention publique dans les décisions stratégiques, et en premier lieu en matière de rémunération des dirigeants et des actionnaires. Si le credo libéral a reculé, il ne faudrait pas conclure des apports de capitaux publics à une brusque conversion aux nationalisations version socialiste. L'intervention de l'Etat pare à l'urgence et se veut toute provisoire. Pour l'occasion on a même eu droit à une première corde de rappel libéral avec l'idée que finalement elle pourrait se révéler rentable pour le contribuable grâce aux intérêts versés pour les fonds prêtés !

Si les problèmes de solvabilité et de liquidité bancaires se posent dans des termes analogues de part et d'autre de l'Atlantique, en revanche, les solutions interviennent dans des contextes financiers différents. Des deux côtés, les apports de capitaux sont financés par des emprunts publics massifs auxquels s'ajouteront ceux destinés à financer les déficits budgétaires générés par les plans de relance mais aussi par les baisses de recettes fiscales dues à la récession. Pour ce faire, l'Europe compte sur sa propre épargne qui reste à un niveau élevé, les Etats-Unis se reposent, au contraire, sur un financement extérieur, principalement chinois et japonais, voire allemand. Jusqu'où et à quel taux, ces pays sont-ils prêts à souscrire des bons du trésor américain ? La Chine présente l'avantage d'un taux de change quasi fixe avec le dollar et donc un risque de change limité. Mais portera-t-elle l'essentiel du fardeau américain ? Pour le Japon et l'Allemagne, au risque de taux s'ajoute un risque de change qui ne peut que les conduire à souhaiter une remise à plat du système monétaire international. Si le système de changes flottants n'est pas à ce jour menacé, il est probable que l'Allemagne, la Chine et le Japon exigeront un certain droit de regard sous la forme d'un conseil de sécurité économique qui disposerait de pouvoirs réels dont le G7 des ministres des finances a toujours été privé. La Chine serait forcément associée. Pour la zone euro se posera la question de savoir comment doit-elle être représentée : par quelques Etats comme aujourd'hui qui y défendent d'abord leurs intérêts et leurs conceptions monétaires ou par une représentation unique ? Dans ce cas, la crise des marchés financiers aurait accouché d'une avancée majeure, non pas d'un retour à Bretton Woods, mais vers une organisation multipolaire dont il reste à démontrer la viabilité.

Toutefois, ce sont les plans de relance qui devraient porter le plus la marque de la dissymétrie de la crise. La propagation de la crise financière à l'économie mondiale ressemble à une chute de dominos : la disparition de l'effet de richesse aux Etats-Unis condamne les ménages américains à un fort désendettement qui freine leur consommation, laquelle se répercute sur la croissance de l'économie chinoise qui se voit contrainte de réduire ses investissements, donc ses importations de biens d'équipement dont les exportateurs allemands subissent directement les conséquences ; enfin le ralentissement allemand se propage à l'ensemble de l'économie européenne. Pour contre cette propagation, les mesures de politique économique sont différentes. Le président Obama ne peut espérer réduire le risque d'un ralentissement durable que s'il parvient soit à accélérer le désendettement des ménages par les baisses d'impôts programmées soit à relancer les marchés financiers et immobiliers à la hausse. La Chine ne peut limiter l'impact du ralentissement américain qu'en modifiant son modèle de développement en augmentant la consommation intérieure. Mais sauf à réduire sa compétitivité, elle est contrainte d'emprunter la voie détournée du développement d'infrastructures. Quant à l'Allemagne, elle ne peut amortir le ralentissement de l'économie chinoise qu'en misant sur un redéploiement de ses exportations vers d'autres pays, ce qui suppose une baisse du taux de change de l'euro par rapport au dollar. Quant à la France, elle arrive en queue de peloton.

Cette crise remet-elle en cause le régime de croissance des 30 dernières années et au-delà du régime de croissance, le régime d'accumulation lui-même ? Pour le dire autrement, le fordisme que l'on a enterré après la crise des années 70 est-il mort ?

Dans la version standard de la régulation, le fordisme caractérise moins un régime d'accumulation qu'un régime de croissance qui se caractérise par des formes institutionnelles spécifiques qui assurent l'articulation entre progrès de productivité et évolution des salaires (changement technique et distribution des revenus (M. Juillard dans *Théorie de la régulation, état des savoirs*, 1995) au sein d'espaces nationaux où se manifeste la contrainte monétaire dans le cadre de modalités nationales d'adhésion au régime international de Bretton Woods (je passe ici sur les autres formes : prix, concurrence, Etat).

Cette analyse a conduit à qualifier la crise des années 70 de crise du fordisme avec des contenus différents selon les auteurs mais pour point commun la crise de productivité débouchant sur une remise en cause du rapport salarial (fordiste). Puisque crise il y avait du régime de croissance fordiste, certains en ont déduit qu'elle ouvrait une période dite post-fordiste. Mais en quoi fordiste et post-fordiste étaient-ils différents ? Peut-on encore aujourd'hui adopter une telle analyse ?

Deux éléments me semblent devoir être rediscutés.

- le « **régime international** » : que vise-t-on par ce concept : le sous-bassement monétaire qui assure la circulation internationale des marchandises et capitaux, ou les seules institutions mises en place pour garantir cette circulation.

L'analyse standard du fordisme est marquée par le protectionnisme monétaire et commercial qui a prévalu jusqu'à la fin des années 60. Ni les marchandises ni les capitaux ne circulent alors totalement librement entre les pays : les droits de douane sont élevés jusqu'en 1967 même si les barrières physiques sont pour la plupart démantelées à la fin des années 50 ; les grandes monnaies sont convertibles dès les années 50 mais il faudra attendre 1991 et les débats sur la monnaie européenne pour que la liberté des mouvements de capitaux soit acquise en Europe. Sur longue période, le régime de Bretton Woods apparaît avoir été exceptionnel, une parenthèse dans le libre-échange des marchandises et des capitaux entre le régime de l'étalon or¹ d'avant la première guerre mondiale et celui de l'étalon dollar né en 1971.

On a cependant deux régimes monétaires internationaux différents qui tous deux assurent l'unité des échanges internationaux :

- un régime de parité or avant 1932 (stable jusqu'en 1914) qui combine des espaces monétaires nationaux adossés à une norme unique, l'or, qui assure le clearing des échanges : ce régime se traduit par une *contrainte monétaire nationale* forte ;
- un régime de changes flottants entre grandes monnaies assis sur l'hégémonie du dollar (monnaie de clearing) articulé à des espaces de monnaies non convertibles entretenant des parités fixes avec le dollar (Amérique Latine, Asie) ou avec l'euro (Afrique francophone) : il a pour objet de *délier les Etats dominants*, en premier lieu des USA, *de toute contrainte monétaire nationale* en laissant au marché monétaire le soin d'ajuster le taux de change à la capacité de remboursement du pays.

Le régime international qui caractérise la période dite « fordiste » apparaît donc comme un *régime transitoire* qui prolonge la contrainte monétaire nationale du régime or et oblige les Etats, y compris les USA, à brider le développement du crédit. Il est remarquable que dans la crise actuelle, nul ne réclame son retour. Le régime des changes flottants a d'ailleurs fort bien résisté à la crise financière, même si certaines (grandes) monnaies sont malmenées (Livre sterling). Parler à cet égard de nouveau Bretton Woods est un non sens car cette réforme a déjà eu lieu en 1973, à la Jamaïque — il y a donc 35 ans — lorsque les accords de Bretton Woods ont été enterrés dans l'indifférence générale.

¹ ce qui n'exclut pas à la fin du XIX^e siècle des politiques protectionnistes de type mercantile de certains pays, dont la France et l'Allemagne.

➤ **la relation entre consommation et production** et le rapport salarial qui lui est lié

L'analyse standard du fordisme déduit la relation consommation-production de la spécificité du rapport salarial. Mon analyse a toujours été inverse : c'est l'investissement de la consommation par le marché capitaliste qui rend nécessaire un certain rapport salarial assurant une stabilité du revenu des salariés nécessaire à la régularité de leur consommation. En outre, cette stabilité doit s'accompagner de l'élargissement de la monnaie de crédit à la consommation — ce qui a pour effet de transformer l'épargne préalable à l'achat de biens d'équipement en une dépense courante —. Le fordisme représente ainsi une rupture avec le régime d'accumulation « primitive » où la consommation reste issue d'une production domestique (notamment liée à l'auto-production agricole et artisanale), situation qui caractérise le développement du capitalisme dans des pays comme la Chine ou l'Inde.

A cet égard, je ne vois aucune différence entre la période dite fordiste et la période qui serait post-fordiste. Entre l'automobile des années 30 et l'électronique d'aujourd'hui, il n'existe pas de différence de nature. Ce à quoi nous assistons depuis la fin des années 60, c'est la poursuite de l'extension de la sphère marchande à la production domestique qui fut naturellement la première à être investie (notamment dans le domaine de la préparation alimentaire) et à des domaines qui ne relevaient pas de la production domestique : communication, loisirs, santé, création intellectuelle... sont au cœur de cette extension. Sans elle, la crise des années 60 n'aurait pas pu être dépassée et la croissance des trente dernières années aurait été beaucoup plus faible (j'ai développé cette thèse dans *L'empire de l'argent*, Ed. Desclée de Brouwer, 2002).

Qu'est-ce qui rend possible cette articulation ? La réponse a été un rapport salarial qui assure le partage des gains de productivité de façon à permettre une croissance plus ou moins harmonieuse. Mais il y avait aussi une prothèse pour ceux qui sont exclus du travail et auxquels il faut maintenir un revenu pour les maintenir dans le processus de consommation capitaliste (à l'origine, le *welfare state* a uniquement un système de distribution de revenus de remplacement, le financement des soins étant assurés directement par l'Etat, les collectivités locales ou les congrégations). On a cru de l'observation du passé, qu'un lien quasi fixe était nécessaire entre productivité et salaire. La réalité a cependant été différente et malgré l'existence de conventions collectives, les pratiques salariales sont restées très diverses : ainsi en France la généralisation de la mensualisation dans l'industrie n'a été obtenue qu'après mai 68.

Ce qui caractérise la période récente, ce n'est pas la remise en cause du lien entre consommation et production mais l'affaiblissement du lien entre productivité et salaire lié à une modification du partage de la valeur ajoutée et à la précarisation d'une partie des emplois. C'est aussi le changement d'échelle de la confrontation entre consommation et production, de l'espace national à l'espace mondial. Mais dans le même temps, la généralisation et l'extension du recours au crédit à la consommation en ont en partie atténué les conséquences. Ce phénomène a été particulièrement marqué dans les pays anglo-saxons où la croissance de l'endettement des ménages a compensé l'insuffisance des salaires en niveau et en évolution.

Apparaissent ainsi deux régimes de croissance que l'on peut définir par l'intensité de la relation productivité-salaire ou par celle des inégalités (voir Krugman, « L'Amérique que nous voulons »). L'un et l'autre s'appuient sur la monnaie de crédit. Toutefois, le régime est différent selon qu'il existe ou non une contrainte monétaire nationale qui bride ou non le développement du crédit.

Dans un régime international totalement ouvert, toute régulation nationale du crédit tend à disparaître puisque par définition l'équilibre entre prêteurs et emprunteurs s'effectue au seul niveau international (le choix d'une croissance extravertie de la Chine et des pays d'Asie a joué ici un rôle fondamental).

Une réduction des inégalités et une meilleure répartition des gains de productivité au profit des salaires sont évidemment souhaitables, mais elle n'est pas indispensable à la sortie de la crise actuelle. Cette crise, même si on peut le regretter, n'est absolument pas une crise du modèle marchand de consommation. Il nous faut à cet égard tirer la leçon de la crise des années 70 où on avait déjà cru à une crise du modèle marchand de consommation. Le résultat a été, à l'inverse, une croissance sans précédent de la consommation marchande. Alors que nous pensions à la CFDT que la réduction du temps de travail permettrait d'impulser un autre mode de vie, moins dépendant du marché, la RTT a eu l'effet exactement inverse. Ou plus exactement, elle a été d'autant plus populaire, notamment dans les classes moyennes, que l'extension de la consommation marchande exigeait davantage de temps libre.

On peut bien sûr le regretter : la crise ne va pas changer les habitudes de consommation. Comme disait Marcuse (*L'homme unidimensionnel*), la monnaie « est ce lien entre les causes du danger et l'organisation de la société qui entretient le danger tout en rendant ce monde plus riche, plus vaste, plus agréable ». La consommation est d'ailleurs au cœur de toutes les mesures de relance — même le président Sarkozy y vient progressivement — parce qu'elle est vue comme le meilleur rempart à l'effondrement de la production donc à la destruction d'emplois. Peu importe d'ailleurs que la relance de la consommation bénéficie d'abord aux chinois et autres pays à bas salaires. Si ces pays produisent, ils achètent des biens d'équipement aux pays comme l'Allemagne et si son économie redémarre, c'est toute l'économie européenne qui repart. Là encore, c'est bien l'équilibre mondial qu'il faut penser. De plus, le commerce est aussi un grand pourvoyeur d'emplois et est le premier sensible au repli de la consommation. Encore faut-il que le crédit soit lui-même disponible.

Conclusion

Pas plus que la crise des années 70, cette crise n'est pas une crise du régime d'accumulation fordiste au sens d'une remise en cause de ce régime. Ce n'est même pas une remise en cause du rôle de coordination dévolue au marché. Le débat entre plan et marché qui fit les délices des années 70 est bien derrière nous et le retour de l'Etat ne prend pas la forme d'un retour de la planification, fut-elle à la française. L'idéologie libérale du marché a donc encore de beaux jours. Son hégémonie est atteinte, mais elle n'a pas été balayée par la tempête financière. Il faudrait une très longue dépression pour que la contrainte monétaire qui pèserait alors sur les ménages puisse modifier fortement les habitudes de consommation et permettre de repenser le couple consommation- production. Ce n'est ni la prime à la casse ni la promotion de la voiture verte (car une voiture reste une voiture et même propre elle n'est pas un transport en commun) qui annonce un quelconque changement. Il existe une sortie de crise au sein de ce régime d'accumulation fordiste. Le changement de régime d'accumulation et de mode de vie relève d'un autre registre dont il n'est pas sûr que la crise le fasse prospérer (question de hiérarchie des urgences). A nous de montrer qu'en réalité les deux sont liés mais sans rabattre une crise sur l'autre.