

## La crise financière et ses enseignements

Jean-Jacques Chavigné et Gérard Filoche, 25 août 2007

Tout a commencé lorsque le piège tendu par les organismes de crédit hypothécaires du secteur des « subprime » s'est refermé sur les salariés pauvres américains.

Aux Etats-Unis, les prêts immobiliers sont ventilés en trois catégories : « subprime », « non-prime » et « prime ». La catégorie des « subprime » correspond au niveau de solvabilité le plus bas de l'emprunteur, le plus souvent des salariés pauvres.

Ces prêts sont accordés par un institut de crédit spécialisé ou par une banque commerciale. Ils sont garantis par une hypothèque. Ils fonctionnent comme un véritable piège : les premières années les mensualités de remboursement sont peu importantes. Mais très rapidement le taux s'élève et peut atteindre 18 %. Nombre de salariés pauvres ne peuvent plus, alors, payer leurs mensualités.

Ce système ne peut fonctionner, au détriment des salariés pauvres et au profit des banques, que dans un contexte de hausse des biens immobiliers. C'est, en effet, uniquement dans un tel contexte que les organismes de crédit sont assurés, grâce à l'hypothèque qui leur permet de faire vendre le bien, de récupérer leur capital et les intérêts déjà dus au moment où l'emprunteur n'arrive plus à payer ses mensualités.

Mais depuis trois ans, les salaires stagnent et les taux de la Réserve fédérale (FED) sont passés de 2 % à 5,75 % augmentant d'autant les taux des prêts « subprime », variables et indexés sur les taux de la FED. Des emprunteurs de plus en plus nombreux ont donc cessé de payer leurs mensualités. Leurs logements ont été vendus aux enchères ce qui n'a fait qu'accentuer la baisse déjà en cours des prix de l'immobilier. Durant ces mêmes années, 1,2 millions d'Américains ont perdu leur logement et la situation ne fait qu'empirer en même temps que se dégonfle la bulle spéculative immobilière.

Les arroseurs arrosés

Les emprunts « subprime » n'ont pas été gardés dans le bilan des organismes qui les avaient accordés. Ces organismes ne se chargent plus, moyennant une commission, que de recouvrer les mensualités. Ces prêts ont été « titrisés » c'est-à-dire qu'ils ont été regroupés avec d'autres créances sur un instrument financier, le CDO (Collateralized Debt Obligation), et mis en vente sur les marchés financiers.

Ces CDO ont été plutôt bien notés par les organismes de notation (Moody's, Standard and Poor's ou Fitch) et ont été achetés par des fonds de placement partout dans le monde. Ces fonds ont acheté ces CDO en toute connaissance de cause : ils voulaient « doper » le rendement de leurs produits grâce aux intérêts exorbitants payés par les emprunteurs du secteur des « subprime ». Ces CDO se sont même retrouvés dans de très nombreuses SICAV présentées comme « sans risque » à leurs souscripteurs.

Les organismes de prêts hypothécaires à risque (tel l'American Home Mortgage) ont été les premiers touchés par l'augmentation rapide des non remboursements de prêts « subprime » : il leur devenait difficile de continuer leur activité.

Les fonds de placement ont suivi, aux Etats-Unis, en Allemagne, en Australie, en France où, le 7 août, BNP-Paribas décidait de suspendre le calcul de la valeur liquidative de trois de ses fonds qui venaient de perdre plus de 20 % en un peu moins d'une semaine.

De la crise immobilière à la crise boursière en passant par la crise bancaire

Vendredi 10 août, tout s'est accéléré. Aux Etats-Unis, en Europe, les banques ne prêtaient plus qu'avec une extrême réticence aux autres établissements financiers. Elles avaient peur de ne pas être remboursés si ces établissements étaient trop engagés dans l'immobilier américain. Le taux interbancaire (taux auquel les banques se prêtent de l'argent au jour le jour) passait en quelques minutes de 4,10 % à 4,70 %. Il faut dire que la plupart des analystes financiers estiment à plus de 300 milliards de dollars l'engagement des banques dans le secteur des « subprime » alors que 3 milliards de dollars seulement ont pour le moment été identifiés. En quête de liquidités, les banques se précipitaient alors sur le marché monétaire, marché plus large que le marché interbancaire où seuls peuvent intervenir les institutions financières.

La crise immobilière s'était transformée en crise bancaire et monétaire.

Les banques centrales sont alors intervenues massivement. La FED, la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque du Japon ont, au total, en un peu plus d'une semaine, mis plus de 400 milliards d'euros de liquidités (sous forme d'euros, de dollars ou de yens) à la disposition des établissements bancaires.

Après ce « vendredi noir », les craintes des marchés se sont étendues à toutes les opérations de crédit. La crise de l'immobilier aux Etats-Unis s'est étendue aux marchés des emprunteurs des catégories « prime » et « non-prime » c'est-à-dire à des marchés où les emprunteurs sont, en principe, beaucoup plus solvables.

Les actions des fonds d'investissements spécialisés dans l'acquisition d'entreprise à crédit, les Leverage Buy Out (LBO) ont vu leurs cours baisser.

Les grands investisseurs qui détenaient une bonne part des actions des fonds engagés dans le crédit immobilier ont vendu leurs actions dont le cours s'effondrait. Ils ont également vendu une partie des actions des grands groupes bancaires qu'ils détenaient : la valeur de ces actions baissait alors rapidement.

Pour compenser leurs pertes dans ces secteurs, ces grands investisseurs se sont alors mis à vendre les actions qu'ils détenaient dans d'autres compartiments du marché financier. Ces ventes ont entraîné une baisse générale des cours boursiers. La panique a commencé à s'emparer des marchés financiers : ces baisses ont fait boule de neige et entraîné de nouvelles baisses des cours.

La crise bancaire et monétaire était devenue une crise boursière.

Les nombreux fonds qui étaient investis dans l'immobilier américain ont commencé à vendre leurs valeurs mobilières sur les marchés européens et asiatiques, afin de trouver des liquidités.

Les investisseurs (notamment japonais) qui avaient emprunté des yens (en ne payant des taux d'intérêt que de 0,50 %) pour les placer dans des monnaies de pays où les taux d'intérêt sont 10 à 15 fois plus élevés s'empressaient de reconvertir leurs avoirs en yens afin de se mettre à l'abri de la crise des « subprime » et de ses retombées. Ce mouvement entraînait une brusque appréciation du yen par rapport au dollar. La peur que cette hausse du yen ne pénalise les exportations des grands groupes japonais s'emparait alors des investisseurs qui se mettaient à vendre les actions de ces groupes, entraînant ainsi la baisse de leurs cours.

La crise née aux Etats-Unis s'étendait à l'ensemble des places boursières de la planète. C'est l'une des rançons de la mondialisation libérale et de la totale liberté de circulation qu'elle accorde aux capitaux.

« Trop gros pour faire faillite »

« Too big to fail », c'est cet adage anglo-saxon qui a amené les banques centrales à soutenir les établissements bancaires au bord de l'effondrement en mettant à leur disposition plus de 400 milliards d'euros. C'est particulièrement vrai en Europe où l'engagement des banques allemandes dans les crédits américains à risque menaçait d'effondrement le système bancaire allemand d'abord, européen, ensuite.

Il est difficile de comprendre pourquoi la politique de la BCE et de la FED a recueilli tant de louanges, même à gauche. En réalité, on ne voit pas comment elles auraient pu agir autrement et ne pas jouer leur rôle de « prêteur en dernier ressort » afin d'éviter une crise systémique, un effet domino généralisé. Il ne faut pas, pour autant, se voiler la face : il ne s'agit là que de reculer pour mieux sauter.

La BCE a accordé 300 milliards d'euros de crédit aux banques. La FED a non seulement mis plus de cent milliards de dollars de liquidités à la disposition des banques, mais elle a baissé son taux de réescompte, leur permettant ainsi un refinancement permanent à un taux inférieur de 0,5 point. Elle a même été jusqu'à accepter en garantie, en contrepartie des liquidités prêtées aux banques, une « large gamme » de produits financiers, « y compris des prêts hypothécaires et des actifs qui y sont liés ». C'est-à-dire qu'elle a encouragé les banques à se débarrasser d'une partie des crédits hypothécaires à risque. Dès lors, pourquoi les banques se gênaient-elles ? Pourquoi ne continueraient-elles pas à prendre les mêmes risques puisqu'elles savent que leurs pertes seront, de toute façon, limitées par l'intervention des banques centrales ?

La lutte contre l'inflation : un prétexte pour la BCE

Le président de la BCE, Trichet, affirmait, en pleine crise financière : « La forte inflation c'est un peu de la drogue, cela vous donne des satisfactions immédiates mais ensuite vous le payez cher. » (Le Monde 16/08).

Mais de quelle inflation parlait-il ? De l'incroyable augmentation des prix des actifs financiers depuis vingt ans ? Non, aussi irréaliste que cela puisse paraître, il parlait de l'augmentation des prix de 1,8 % prévue en 2007 par la BCE dans la zone euro. En quoi une telle augmentation des prix peut-elle être qualifiée de forte inflation et même d'inflation tout court alors que la BCE elle-même considère qu'il n'est possible de parler d'inflation qu'à partir d'une augmentation des prix de 2 % ?

Quant à la définition de la drogue donnée par Trichet elle correspondait parfaitement à l'injection de 300 milliards d'euros de liquidités qu'elle a accordé aux banques de la zone euro au nom de la « stabilité financière ». Cette injection (c'est bien le mot !) ne donne-t-elle pas, en effet, aux banquiers des « satisfactions immédiates » mais qui se paieront, demain, par la création de nouvelles bulles spéculatives ? Cela avait déjà été la conséquence de l'injection massive de liquidités à la fin des années 1990, lors de la crise née de la faillite du fonds spéculatif américain « Long Term Capital Management » (LTCM). Cette injection de liquidités avait largement contribué à la formation de la bulle immobilière aux Etats-Unis, cette bulle qui est à l'origine de l'actuelle crise financière.

La crise financière met à nu la politique de la BCE : son objectif réel n'est pas de lutter contre « l'inflation » comme elle le martèle tous les jours. Ce combat est éminemment sélectif. La seule inflation que combat la BCE est celle qui pourrait voir pour origine des « augmentations de salaires plus fortes qu'attendu », selon la langue de bois de cette institution. L'augmentation des profits (qui rentre pourtant, au même titre, que les salaires dans le prix des marchandises ou des services) n'est jamais remise en cause par la BCE. Au contraire, toute sa politique a pour objectif d'augmenter les profits en jugulant les augmentations de salaire au nom, précisément, de la lutte contre l'inflation.

En gonflant de 300 milliards d'euros la masse monétaire de la zone euro, la BCE a agi en totale contradiction avec ses discours anti-inflationnistes. Elle a ainsi apporté une nouvelle fois la preuve de ce qu'était sa véritable mission : préserver à tous prix la « stabilité des marchés financiers » et la valeur des capitaux, même si le prix à payer était une recrudescence de l'inflation !

### Les faux remèdes de Sarkozy

Fidèle à sa politique de posture, Sarkozy ne pouvait faire autrement que de réagir à la crise financière. Il a donc envoyé un message à Angela Merkel, présidente actuelle du G7 dans lequel il lui proposait d' « œuvrer à la transparence des marchés, principal instrument de régulation ».

Berlin s'est contenté de constater : « Sarkozy rejoint le débat ». Il est vrai que lors de la dernière rencontre du G8 (le G7 + la Russie), en juin dernier, Angela Merkel avait fait des propositions proches de celles que fait aujourd'hui Sarkozy. Elle s'était, alors, heurtée à l'opposition immédiate de Bush et de Blair mais Sarkozy était resté d'une rare discrétion.

De toute façon, les propositions de Sarkozy sont des plus limitées puisqu'il se refuse « à instaurer des mesures qui seraient de nature à rigidifier le financement de nos économies ». Ce qui revient à dire qu'il laissera les marchés financiers organiser eux-mêmes leurs transparences. Il rejoint en cela la Commission européenne qui ne veut « réglementer qu'en dernier ressort ».

Il n'y a là rien de nouveau sous le soleil. A chaque crise financière ce sont les mêmes discours qui sont tenus mais, en pratique, rien ne change. Les agences de notation sont de nouveau sur la sellette : elles l'étaient déjà lors de la faillite de l'entreprise américaine Enron en décembre 2001.

Malgré les admonestations de Sarkozy, les fameux « hedges funds » (fonds spéculatifs) ne changeront rien à leurs pratiques : la plupart d'entre eux ont leur siège social dans des paradis fiscaux qui sont la condition même de l'existence de la mondialisation libérale.

Dans Le Monde du 17/08, l'économiste Elie Cohen précisait fort justement : « Nous vivons dans un monde d'innovation financière, qui passe par l'invention de nouveaux produits d'une complexité grandissante. Les inventeurs de ces produits jouent des différences de réglementation existant dans différents pays et secteurs de marché. Le régulateur court toujours après l'innovation et a toujours un temps de retard... »

Rien ne change donc car rien ne peut changer sans remettre en cause la mondialisation libérale et ses conditions mêmes d'existence : les paradis fiscaux, la fuite en avant dans des innovations financières de plus en plus risquées...

Cette volonté de transparence absolue relève de l'utopie néo-libérale, de la croyance en une possibilité d' « anticipation rationnelles » des acteurs économiques s'ils avaient connaissance de toutes les données des marchés. Cette connaissance est bien sûr impossible. Il n'est, surtout, pas sûr qu'elle change quoi que ce soit aux comportements des investisseurs. Comme le souligne Frédéric Lordon (Finance internationale : les illusions de la transparence, Critique internationale, janvier 2001), le comportement de ces investisseurs relève de considérations psychologiques beaucoup plus primaires. Ils sont soit « haussiers », soit « baissiers ». Et les informations provenant des marchés sont sélectionnées en fonction de ces deux comportements de base.

Lorsque les investisseurs sont « baissiers », ils ne veulent voir que les informations qui confortent ce comportement. Lundi 20 août, un des acteurs de la Bourse de Paris affirmait : « La seule bonne nouvelle, c'est qu'il n'y en ait pas de mauvaises... ». En effet, à ce moment là, une seule mauvaise nouvelle aurait fait s'écrouler les cours.

Lorsqu'ils sont « haussiers », leur regard est tout aussi sélectif et ne retient, là encore, que ce qui peut conforter ce comportement. Qui peut croire, en effet, que les fonds qui investissaient dans des CDO minés par les termites des « subprime » ne savaient pas qu'ils prenaient des risques ? Ne savaient-ils pas qu'un produit qui promet 15 % de revenu est plus risqué qu'un produit qui s'en tient à 4 % ? Les banques qui ont introduit ces produits dans leurs SICAV « sans risques » pouvaient-elles ignorer les risques qu'elles faisaient prendre à leurs clients ?

Quel investisseur peut ignorer que l'économie mondiale repose sur une montagne de dettes, sur l'endettement colossale des ménages américains (135 % de leur revenu annuel contre 67 % en France), sur l'énorme dette internationale (3 000 milliards de dollars) des Etats-Unis ? Ces déséquilibres sont, aujourd'hui, mis sur le compte d'une « mondialisation heureuse » (P.A. Delhommais, Le Monde du 08/08/07) dans laquelle les excédents chinois viennent harmonieusement combler le déficit américain. On croirait lire Bernadin de Saint Pierre pour qui le melon a été divisé en tranches par la nature afin d'être mangé en famille... Mais, en cas de nouvelle crise se traduisant par une vente massive des bons du Trésor américain par la Banque Centrale chinoise ou les investisseurs japonais, la moindre information annonçant un nouveau creusement du déficit américain ne pourrait, alors, que provoquer un effondrement des cours boursiers.

### Empêcher les marchés financiers de nuire

Tout le monde semble d'accord pour « réguler » les marchés financiers. Le problème - il n'est pas mince - est que le verbe « réguler » a deux sens totalement différents.

Pour la droite et les néo-libéraux, « réguler » c'est assurer la stabilité financière, une hausse continue mais sans heurts de la valeur des actifs financiers. C'est, dans cette optique, balayer tous les obstacles à la libre circulation mondiale des capitaux. Contrairement à ce qu'affirme Sarkozy, ce que veulent instaurer la droite et les néo-libéraux, c'est bien « la loi de la jungle » mais une jungle où tous les obstacles entre les lions et les gazelles auraient disparus. Une jungle où lions et les lionnes pourraient augmenter graduellement leur consommation quotidienne de gazelles sans se heurter à l'effondrement de bulles spéculatives...

L'autre sens du mot « réguler » est diamétralement opposé au premier. Il ne s'agit plus d'écartier les obstacles qui gênent les prédateurs financiers mais au contraire de multiplier ces obstacles afin d'assurer un contrôle démocratique des marchés financiers.

Aujourd'hui, la domination du capital s'appuie sur l'extrême mobilité des capitaux qui peuvent quitter, sans le moindre obstacle ou contrôle, un pays, une entreprise et ainsi ruiner une économie (le Mexique en 1994, l'Argentine en 2000) ou réduire d'un seul coup des milliers de salariés au chômage. Cette domination place l'économie mondiale en permanence au bord du gouffre, à la merci d'une crise systémique, d'un tsunami comme celui de 1929 dont les premières victimes seraient le salariat et la paysannerie pauvre. La crise financière actuelle indique clairement qu'il faut mettre fin à cette situation qui ne laisse pas d'autre choix que l'effondrement de l'économie mondiale ou l'encouragement à continuer de plus belle donné aux spéculateurs par les Banques centrales.

Les marchés financiers doivent être contrôlés, encadrés démocratiquement. Cela signifie la suppression des paradis fiscaux, la possibilité pour les Etats d'Etat d'imposer un contrôle des changes et des mouvements de capitaux, l'instauration d'une taxe (du type de la taxe Tobin) qui entrave la libre circulation des capitaux spéculatifs.

Le rôle de l'Union Européenne est déterminant dans ce processus. Avec une population supérieure à celle des Etats-Unis est un PIB des 2/3, elle a le poids nécessaire pour imposer un tel contrôle des capitaux. Mais il faudra pour cela remettre l'Union européenne sur ses pieds car, loin d'être une quelconque protection contre la mondialisation libérale, elle en est le moteur. L'Acte Unique de 1986 est l'acte fondateur de la libéralisation financière : il interdit toute entrave à la circulation de capitaux à l'intérieur de l'Union Européenne mais aussi entre l'Union Européenne et le reste du monde.

### L'avenir de la crise et ses conséquences

Personne ne sait si la crise boursière est terminée. Chaque jour qui passe permet à la nervosité des marchés financiers de se calmer. Aujourd'hui, « une seule mauvaise nouvelle » ne ferait sans doute pas repartir la crise, mais plusieurs...

Les déséquilibres économiques, monétaires et financiers à l'origine de la crise n'ont pas été résorbés, au contraire. Pourtant ces déséquilibres et notamment le siphonage d'une grande partie de l'épargne mondiale par l'économie américaine ne pourront pas durer encore très longtemps.

Les liquidités injectées par les banques centrales afin de sauver les banques commerciales n'ont fait qu'encourager ces dernières à persévérer dans leurs pratiques et contribuent au gonflement de nouvelles bulles spéculatives.

Quelques organismes de crédit hypothécaire à risque ont fait faillite, les fonds de placement ont essuyé 200 milliards de perte. Mais les premiers touchés sont les salariés des Etats-Unis : les centaines de milliers qui ont perdu leur logement, les dizaines de milliers qui sont licenciés par les banques ou les fonds de placement en difficulté.

Le dégonflement de la bulle immobilière américaine aura forcément des effets sur la croissance des Etats-Unis en diminuant brutalement la consommation des ménages. Les ménages qui voyaient la valeur de leur logement augmenter tous les jours se croyaient riches et consommaient. D'autant, qu'aux Etats-Unis, le crédit hypothécaire permet d'emprunter non seulement pour acheter un bien immobilier mais aussi des automobiles, des téléviseurs ou des ordinateurs. Une baisse de la croissance américaine, à fortiori une récession, réduirait les débouchés commerciaux de la Chine, du Japon, de l'Asie et de l'Europe. Elle aurait des conséquences négatives sur toute l'économie mondiale.

Les banques, les compagnies d'assurance (aux Etats-Unis, en Europe...) se referont une santé financière sur le dos de leurs clients en augmentant leurs taux, leurs commissions et leurs primes. Cela ne pourra que réduire la consommation et donc la croissance.

Les prévisions de croissance dans notre pays sont très mauvaises : 1,5 % à 1,8 % en 2007, au lieu des 2,25 à 2,50 % prévu par le gouvernement Sarkozy. La croissance de 0,3 % seulement au 2e trimestre ne peut laisser aucune illusion à ce sujet. Dans ces conditions, le déficit public (Etat, Sécurité sociale), déjà creusé par les 15 milliards de cadeaux fiscaux faits aux nantis et par les exonérations de cotisations sociales ne pourra qu'augmenter. Les attaques du Gouvernement de droite contre les salariés vont donc s'accroître après les mauvais coups de l'été : assurance-maladie, retraites par répartition, TVA anti-sociale, CDI, droit du travail, droit de grève...