La crise financière de l'été 2007, un révélateur des antagonismes fondamentaux d'un régime économique dominé par la finance

Denis Durand

La crise financière déclenchée par la défaillance de fonds spécialisés dans la spéculation sur les crédits immobiliers américains pendant l'été a pris beaucoup d'institutions financières par surprise, et pourtant aucun événement n'avait été davantage prévu et annoncé, tant elle est révélatrice des risques que l'inflation financière fait peser, à court mais surtout à moyen terme sur la prospérité de l'économie mondiale.

Le régime de fonctionnement de l'économie depuis la «révolution libérale» des années quatre-vingt

La taille et le pouvoir des marchés financiers se sont démesurément accrus depuis la fin des années soixante-dix, sous l'impulsion des États-Unis. Ce pouvoir – appuyé sur la captation, par les groupes multinationaux, des potentialités des nouvelles technologies (communication, réseaux) – s'est exercé sur les politiques publiques et sur les gestions d'entreprise, de sorte que les entreprises donnent plus que jamais la priorité à la rentabilité de leur capital pour leurs actionnaires, et rationnent, pour y parvenir, les salaires, l'emploi et les dépenses de formation.

Des masses de capitaux de plus en plus démesurées par rapport à la création de richesses réelles se présentent sur les marchés financiers et exigent une rentabilité de plus en plus déraisonnable : tout placement doit rapporter au moins 15 à 20 % sous peine de voir les capitaux se retirer pour un placement concurrent.

Cette pression du «capitalisme des actionnaires » a rendu possible un redressement de la rentabilité du capital depuis le milieu des années quatre-vingt au détriment des salariés (1), mais dans des conditions qui rendent la croissance fragile du fait de la dégradation persistante de la qualité des emplois et des conditions de travail, et du fait de déséquilibres financiers générateurs de crises récurrentes.

La crise des «subprimes», suite logique du krach de la «nouvelle économie» en 2000

L'inflation financière a connu une ampleur sans précédent dans les années quatre-vingt-dix, à l'époque de ce qu'on appelait la «nouvelle économie». En 1990, le total des fonds placés sur les marchés du monde entier en actions et en obligations représentait un peu plus des deux tiers de la richesse créée chaque année par l'économie mondiale (selon les estimations du FMI). En 2000, cette proportion avait plus que doublé et les marchés financiers représentaient une fois et demie le PIB mondial!

Le krach boursier qui a mis fin à l'euphorie de la «nouvelle économie». au printemps 2000, et qui a annoncé la récession enregistrée en 2001-2002, a partiellement «dégonflé» cette suraccumulation financière. Il a éliminé les entreprises les plus fragiles de la sphère Internet, laissant la place à l'expansion des plus puissants (Microsoft, Google, Amazon...). Un nouveau cycle conjoncturel s'est enclenché, conduisant – grâce, en particulier, à l'expansion des «pays émergents», Chine, Inde, Brésil, Corée – à une forte croissance dans le monde depuis 2004.

Mais le dégonflement de l'accumulation financière n'a été que partiel :

- il a, depuis, laissé place à une nouvelle exubérance des Bourses, qui ont battu en 2007 de nouveaux records. Un des moteurs de cette reprise de l'inflation financière a été le financement des implantations dans les «pays émergents». Un autre a été la relance des restructurations capitalistes, sous la forme, en particulier, des rachats d'entreprises avec effet de levier, les fameux LBO. Enfin, n'oublions pas qu'une très grande part des moyens de financements dont disposent les entreprises européennes alimente en définitive des sorties de capitaux en direction des États-Unis;
- une partie de l'argent placé dans la finance s'est reportée sur l'immobilier, contribuant à l'augmentation spéculative des prix du m² dans tous les pays du monde (à l'exception de l'Allemagne et du Japon, non encore remis de l'éclatement de leur propre «bulle immobilière» au tournant des années quatrevingt-dix).

Comme toujours, l'inflation financière finit par déboucher sur un retournement, une panique et un krach. Il est essentiel de garder présent à l'esprit que cette inflation financière n'est possible que grâce à une expansion extrêmement forte du crédit.

L'expansion du crédit au service des marchés, facteur déterminant de l'inflation financière

Qu'il s'agisse de LBO, d'immobilier, d'opérations sur le marché des changes ou sur n'importe quel compartiment du système financier, les spéculateurs travaillent toujours à crédit. Une très grande part de l'argent qu'ils placent est empruntée aux banques. Lorsque l'opération a réussi, ils remboursent le prêt (et les intérêts) et gardent la plus grande part du bénéfice pour eux. Lorsque l'opération ne réussit pas, c'est la banque qui décide si elle doit continuer de leur faire confiance ou pas.

Mais tout cet argent que les banques mettent à la disposition des opérateurs financiers est aussi de l'argent qui manque au financement de projets créateurs de valeur ajoutée. Cet argent peut même contribuer à saper les bases de la croissance réelle quand il sert d'argument aux actionnaires et aux banquiers pour exiger des suppressions d'emplois, des restructurations ou des délocalisations.

La spéculation sur les prêts immobiliers américains est un bon exemple de ces effets pervers d'un crédit mis au service de la suraccumulation financière.

Le marché des prêts hypothécaires (mortgage) aux États-Unis est très flexible. Les aspirants propriétaires empruntent aux banques, souvent à taux variable : en cas de montée des taux, ils sont menacés de devenir insolvables. Lorsqu'ils empruntent à taux fixe, ils peuvent sans pénalité renégocier leur taux en cas de baisse des taux de marché. Pour une banque, prêter à un particulier pour l'achat de son logement est donc plus risqué qu'en France.

Mais ce risque est pris en charge par le marché. Les banques constituent des «paquets» de crédits immobiliers plus ou moins risqués (dans une échelle qui va des meilleurs crédits aux plus susceptibles de défaillance, les *subprimes*) et en cèdent la propriété à des agents désireux de prendre ce risque, sous forme de titres négociables sur un marché (mortgage backed securities). C'est ce qu'on appelle la «titrisation» des crédits. Ce marché, fortement régulé par la puissance publique (par l'action des organismes semi-publics que sont la Federal National Mortgage Association, dite Fannie Mae et la Federal Home Loan Mortgage Corporation, alias Freddie *Mac*), est censé permettre aux banques de se libérer de leur risque de taux en le transférant à des spéculateurs professionnels (2). Mais les fonds qui se livrent à ce type d'opération sont eux-mêmes l'émanation de banques ou de compagnies d'assurances, ou, en tout état de cause, ils se financent auprès des banques.

En phase d'expansion des prix immobiliers et de forte croissance de l'endettement des ménages, il y a de l'argent à gagner sur ce marché pour beaucoup de monde. On a même vu des ménages de la couche moyenne enchaîner les opérations immobilières en misant, à chaque fois, sur une hausse future de la valeur de leur patrimoine. La situation devient plus difficile lorsque les anticipations exagérées se retournent et que des emprunteurs commencent à être incapables de rembourser leurs prêts. À ce moment, il faut que quelqu'un prenne en charge les pertes.

Le retournement du marché immobilier aux États-Unis (les prix, sans s'effondrer encore, ont cessé de monter depuis le milieu de l'année dernière) a mis en difficulté certains fonds spéculatifs : pour rembourser leurs clients, ils doivent demander aux banques qui les soutiennent de leur faire crédit. Mais si les pertes sont trop élevées, les banques ne peuvent pas se permettre de suivre.

C'est l'origine de la crise apparue au grand jour avec la faillite d'un fonds appartenant à la banque d'affaire américaine Bear Stearns et qui a ébranlé l'ensemble des Bourses et des systèmes bancaires après l'annonce que beaucoup de banques allemandes et une grande banque française, BNP Paribas, étaient touchées. L'effet d'un tel événement affecte en effet l'ensemble du système financier, précisément à cause de la titrisation, qui répartit les risques sur une multitude d'intervenants, et qui repose sur le soutien des crédits bancaires.

Notons que les mesures gouvernementales envisagées ou adoptées en France - création d'hypothèques «rechargeables», déductibilité fiscale des intérêts d'emprunts immobiliers – tendent à acclimater dans notre pays les mœurs, manifestement dangereuses, du marché hypothécaire américain.

Les dilemmes des banques centrales

Le risque est qu'une banque fasse faillite, devienne incapable de payer ses dettes, et que, de proche en proche, toutes les banques, liées entre elles par une multitude de créances et de dettes réci-

proques, se trouvent elles-mêmes en danger. Dans ce cas, seules les banques centrales, «prêteurs en dernier ressort» ont le pouvoir de prêter, en quantité potentiellement illimitée, les fonds qui permettront aux banques de faire face à leurs engagements.

C'est ce que la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne ont fait à la mi-août, pour calmer la panique déclenchée par les annonces de BNP Paribas. Tout le monde aura remarqué que la hâte et l'intensité de leurs interventions révèle l'inquiétude profonde que les mécanismes à l'origine de la crise leur inspirent.

Les banques centrales ont bel et bien une part essentielle de responsabilité dans les événements actuels. Ce sont elles qui ont permis l'expansion énorme du crédit, sans laquelle l'hypertrophie des marchés financiers (et la hausse des prix immobiliers) aurait été impossible. Elles sont conscientes des dangers que cette hypertrophie engendre: dès 1996, Alan Greenspan, alors président de la Réserve fédérale américaine, s'inquiétait de l'« exubérance irrationnelle» des marchés. Mais comment maîtriser cette exubérance?

Après le krach de l'an 2000, le même Alan Greenspan énoncait ainsi son dilemme : «... il était loin d'être évident que les bulles spéculatives, même précocement identifiées, puissent être prévenues, sauf à ce que la banque centrale produise une contraction substantielle de l'activité économique – c'est-à-dire précisément le résultat que nous chercherions à éviter... il n'existe pas de resserrement monétaire progressif sur lequel on puisse compter pour dégonfler une bulle spéculative. Mais y a-t-il seulement une politique qui puisse au moins limiter l'ampleur d'une bulle et, par-là, les dégâts qu'elle causera en éclatant? D'après ce qu'on sait jusqu'à présent, la réponse semble

Voilà qui explique, vraisemblablement, le comportement apparemment incohérent des banques centrales. Elles ne cessent de dénoncer les risques inflationnistes, et elles ont commencé à durcir leur politique (depuis juillet 2004 aux États-Unis, depuis décembre 2005 dans la zone euro) alors que tout le monde voit que la hausse des indices officiels des prix à la consommation – la mesure officielle de l'inflation – est extrêmement modérée dans le monde entier depuis bientôt vingt ans, et qu'elle ne donne pas de signe d'accélération (malgré la hausse des prix du pétrole et des produits agricoles). En revanche, elles parlent fort peu d'une inflation bien réelle, celle des prix des actifs financiers.

En réalité, elles cherchent à justifier un resserrement monétaire qui freinerait l'expansion des marchés financiers sans provoquer de krach et sans ruiner les profits qui s'y réalisent. C'est ce qu'elles ont probablement essayé de faire lorsqu'au début août la Réserve fédérale a fait comprendre qu'elle n'assouplirait pas sa politique monétaire à la rentrée, et que la Banque centrale européenne a laissé entendre qu'elle durcirait la sienne. Mais ces annonces ont déclenché la panique sur les marchés, et les banques centrales ont aussitôt prêté aux banques, sans conditions, des sommes encore plus considérables que le 11 septembre 2001 – plus de 250 milliards d'euros pour la BCE.

Ces événements font ainsi apparaître ce qu'il y a de profondément choquant dans les politiques monétaires actuelles. Tout particulièrement en Europe, la rigueur salariale, la politique de l'«euro fort» et le «pacte de stabilité» qui en est une condition, sont érigés en dogme. La croissance et l'emploi s'en trouvent freinés depuis l'adoption de ces politiques, au début des années quatre-vingt-dix, et les chances d'une reprise durable en Europe en sont compromises. Mais, alors qu'elles sacrifient sans regrets l'emploi et la croissance réelle, les banques centrales se précipitent au secours des marchés lorsqu'il faut sauver la mise aux spéculateurs.

Comment ne pas voir, désormais, que c'est cette sélectivité perverse du crédit, favorable à l'inflation financière et meurtrière pour l'emploi et la croissance réelle, qui est à l'origine des crises ?

Et maintenant?

La crise n'est pas terminée:

- le retournement sur le marché immobilier américain n'en est qu'à son début, des centaines de milliers de ménages vont encore être déclarés insolvables dans les prochains mois :
- les conséquences de la crise immobilière sur la consommation et l'investissement aux États-Unis et dans le monde ne vont se faire sentir que progressivement au fil des mois;
- les banques se soupconnent entre elles de conserver des engagements irrécouvrables. Une banque qui a besoin de fonds pour faire face à ses engagements les trouve donc plus difficilement que d'habitude : en témoigne la tension persistante des taux d'intérêt sur le marché monétaire, même après les interventions des banques centrales au mois d'août. La Réserve fédérale et la BCE ont fait comprendre que la situation les inquiète assez pour qu'elles soient prêtes à suivre prochainement des politiques monétaires plus accommodantes que ce qu'elles avaient annoncé jusqu'à la veille de la crise.

Les annonces des autorités politiques face à la persistance des remous sur les Bourses, sont bien loin d'être à la hauteur du **problème.** Nicolas Sarkozy, et bien d'autres, en appellent à une plus grande « transparence » sur l'état des risques supportés par les banques. Mais c'est le même langage que les mêmes responsables. ou leurs prédécesseurs, ont tenu à chaque crise financière depuis plus de trente ans. Après la faillite de la banque Herstatt, en 1974, on a mis en place le comité de Bâle qui a réglementé les fonds propres des banques. La crise actuelle se produit alors même qu'un nouveau perfectionnement de cette réglementation, censé porter à son optimum la transparence de la gestion des banques, vient d'entrer en vigueur! Après la «crise asiatique» de 1997, on a renforcé l'information du FMI sur la situation financière des pays émergents. Après la faillite du fonds spéculatif LTCM, en 1998, le krach de l'an 2000 et la faillite d'Enron, on a adopté aux États-Unis la loi Sarbanes-Oxley, tellement contraignante pour les entreprises et les banques qu'il était déjà question de l'assouplir...Mais lorsqu'il a été question, il y a quelques mois, de renforcer la surveillance des fonds spéculatifs (Hedge Funds), la plupart des gouvernements du G8 s'y sont opposés sous prétexte de ne pas nuire à l'efficacité de l'«économie de marché où la concurrence est libre»...

Le principal danger, au cours des prochains mois, serait que la montée des risques et la persistance de politiques monétaires laxistes pour la finance, mais répressives pour l'économie réelle, conduisent le système bancaire à restreindre le concours qu'il apporte au financement des investissements nécessaires à la croissance. De nombreux observateurs, à commencer par le Premier ministre François Fillon, s'inquiètent en particulier pour le financement des PME. Mais une baisse des taux d'intérêt décidée par les banques centrales suffirait-elle à résoudre ce problème ? Si on s'en tient là, elle risque de ne provoquer qu'une relance de l'inflation financière, sans effet satisfaisant sur l'emploi et la croissance réelle. Le débat est désormais ouvert sur ce sujet entre économistes et décideurs politiques.

Pour sortir de leurs dilemmes, les banques centrales devraient renverser la logique de leur politique monétaire. De facon concrète, on pourrait poser, dans l'Union européenne, la question d'un plan de soutien à la conjoncture, associant un refinancement sélectif par la BCE des crédits bancaires aux investissements favorables à l'emploi et aux nouvelles technologies, une intervention de la Banque européenne d'investissement et de pôles financiers publics nationaux pour la gestion de ces crédits bonifiés, et la réorientation des aides publiques grâce à l'intervention de fonds régionaux et nationaux pour l'emploi et la formation, où les représentants des salariés et des populations participeraient à la sélection des investissements à financer en priorité.

La crise financière a un effet dévastateur sur les croyances néolibérales qui inspirent les gouvernements en place, en particulier celui de Nicolas Sarkozy.

La fascination pour l'Amérique en matière de croissance et d'organisation sociale? Voilà plongés dans l'incertitude des millions de ménages des couches moyennes piégés par l'immobilier. La foi dans les «marchés», parangons de modernité et d'efficacité économique? La crise fait toucher du doigt les dangers d'une dictature de la finance qui nourrit l'irresponsabilité sociale des entreprises. L'escamotage de la question de la Banque centrale européenne à la faveur du projet de «traité simplifié» remplaçant le projet de constitution? La question revient en force, avec l'évidence du rôle joué par la BCE pour entretenir un type de croissance meurtrier pour l'emploi en Europe et générateur de crises financières répétées.

À l'inverse, jamais peut-être la pertinence de solutions qui s'attaquent aux racines des troubles financiers et des politiques anti-salariales et anti-emploi n'a été en situation de recueillir une écoute attentive. C'est dès à présent, de l'échelle des entreprises et des bassins d'emplois jusqu'à celle de la régulation monétaire internationale, que des luttes sociales et politiques peuvent s'engager pour faire prévaloir de nouveaux objectifs sociaux, privilégiant l'emploi et le développement des hommes contre la dictature de la finance, avec de nouveaux critères de gestion dans les entreprises et un essor radicalement nouveau des services publics. C'est dès à présent que ces luttes décentralisées peuvent avoir pour objectif la construction de nouvelles institutions, avec la conquête de nouveaux pouvoirs par les salariés, dans l'entreprise et dans les institutions politiques locales, régionales, nationales, européennes, mondiales. C'est dès à présent que peut être posée la question d'une réorientation de financements en faveur de la croissance et de l'emploi.

On reconnaît ici un ensemble de solutions pour lesquelles Économie et Politique plaide depuis longtemps :

- nouveaux pouvoirs pour les salariés et les citoyens, qui leur permettent de participer à une sélection rigoureuse, au niveau local et régional, de projets favorables à l'emploi, à la croissance réelle, au développement des nouvelles technologies;
- mobilisation des crédits bancaires pour le financement sélectif de ces projets, avec l'incitation de garanties ou de bonifications d'intérêt apportées par des Fonds régionaux et par un Fonds national pour l'emploi et la formation;
- relais donné à ces initiatives par un pôle financier public ;
- redéfinition des missions et du statut de la Banque centrale européenne en vue de pratiquer une politique monétaire sélective : les crédits sélectionnés comme indiqué plus haut bénéficieraient de taux d'intérêt fortement réduits, les placements financiers seraient au contraire pénalisés;
- traitement des problèmes posés par la mauvaise orientation des liquidités à l'échelle internationale : coopération entre l'Europe et les pays émergents pour faire reculer la domination du dollar et aller vers la mise en place d'institutions appropriées, telles qu'un FMI profondément transformé pour réguler l'émission d'une monnaie commune mondiale.

Jamais la pertinence de ces propositions n'a été plus directement suggérée par les faits. C'est bien que la crise actuelle appelle à un progrès de civilisation

⁽¹⁾ Diagnostic confirmé par des études comme celle de Luci Ellis et Kathryn Smith, «The global upward trend in the profit share», Bank for International Settlements Working Paper nº 231, juillet 2007.

⁽²⁾ Voir une description de ces mécanismes dans John Kiff et Paul Mills. « Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets », IMF Working Paper 07/188, juillet 2007.