

Crise et fin de la « Grande Transformation Financière » ?

par Jean-Luc Gréau, consultant économique, auteur de *L'avenir du capitalisme* (Gallimard, 2005) et de *La trahison des économistes* (Gallimard, à paraître en octobre 2008).

Chapô : *Il y a crise et crise du capitalisme. Certaines s'inscrivent dans des cycles maintenant bien connus et n'ébranlent pas les bases du système. Pour Jean-Luc Gréau, la crise actuelle, qui est une crise du crédit, s'apparente à celles, plus rares, que l'on peut qualifier de crises systémiques. Au-delà de sa cause immédiate, le surendettement organisé des ménages aux États-Unis, elle traduit la « grande transformation financière » qui accompagne la déréglementation voulue par la mondialisation libérale.*

Aucun des constats majeurs qu'Isaac Joshua a formulés dans le précédent numéro de la revue¹, dans le cadre d'une grille de lecture succincte de la crise financière, ne saurait être mis en examen et, *a fortiori*, écarté. Comme lui, j'ai personnellement insisté, à longueur d'articles et de livres, sur la grande transformation économique et financière intervenue depuis 1980, sous l'impulsion principale du monde de la banque et de la bourse, en vue de mettre en place un nouveau système de « marchés » prétendant « gouverner » les entreprises, les banques et les États en cotant les actions et les dettes des unes et des autres. La crise financière apparue en 2007 bat de nouveau en brèche cette prétention, après les épisodes plus anciens représentés par la crise boursière de 1987, la crise asiatique de 1997, la crise des valeurs Internet de 2001, sans compter la petite centaine de faillites « souveraines » affectant des États pauvres ou émergents entre 1982 (première faillite du Mexique) et 2001 (faillite de l'Argentine et de la Turquie). La régulation par les marchés financiers est mise en échec d'une manière qui devrait enfin inciter à une révision déchirante de ses postulats intellectuels.

Quels sont alors les éléments de la grille de lecture que je propose ? Premièrement, si la crise financière a son fondement dans le surendettement organisé des ménages occidentaux, chose qui est vraie, elle a sa source principale aux États-Unis ; d'autres pays capitalistes, à commencer par la France, n'ont pas recouru à cet expédient dangereux qui a permis de doper la croissance américaine, mais aussi anglaise et espagnole. Par ailleurs, l'endettement des ménages n'est pas en soi un facteur déséquilibrant, bien au contraire, puisqu'il a joué un rôle bénéfique au cours des « Trente glorieuses » : ce sont les excès de la période récente qu'il convient d'incriminer. Deuxièmement, la titrisation qui a fonctionné comme un mécanisme

¹ Voir I. Johsua, « Une grille de lecture de la crise financière », *Savoir/Agir*, n° 3, mars 2008.

d'irresponsabilité des prêteurs et d'opacité des marchés du crédit, a pu d'autant mieux se développer que la prospérité des ménages dans les pays industrialisés dans l'après-guerre a permis de concentrer une masse d'épargne considérable dans des fonds de placement qui ont pour nom : fonds de pension, Sicav, fonds spéculatifs ; la réussite économique et financière de l'après-guerre a fourni les moyens de la mise en place matérielle du nouveau système de marchés, proprement inimaginable avant la guerre, quand les ménages bourgeois concentraient l'essentiel de l'épargne. Et il faut comprendre par-dessus tout que la recherche du profit le plus haut possible est un sous-produit de la transformation financière plutôt qu'une donnée première du système économique concurrentiel. Troisièmement enfin, ladite transformation s'est effectuée dans un cadre délibérément mondialisé : ce ne sont pas seulement les régulations que l'on a abattues, ce sont aussi les cloisons protectrices. La crise financière est la crise d'un modèle économique mondialisé.

Un fait historique sans précédent : le surendettement des ménages

Le premier mérite, et non le moindre, de la crise financière, est d'avoir enfin révélé à l'opinion non instruite de la chose économique le fait essentiel du surendettement des ménages américains. Ce fait occulte cependant encore le surendettement parallèle, parfois plus grave, des ménages néerlandais (qui détiennent la palme), ainsi que celui des ménages anglais, australiens, espagnols et irlandais, voire portugais. Mais, si l'on prend enfin en considération ce paramètre majeur, on comprend spontanément combien le débat public sur les performances économiques des pays occidentaux a pu être biaisé par les économistes institutionnels et l'ensemble des apôtres du système néo-libéral. Les performances de la France, de l'Allemagne ou de l'Italie, depuis le début du siècle, médiocres au regard de celles du monde anglo-saxon et de ses imitateurs, s'expliquent avant toute chose par l'endettement plus raisonnable de leurs ménages. Les ménages français sont, en proportion, deux fois moins endettés que leurs homologues américains et espagnols, les ménages italiens trois fois moins. De ce fait, et si l'on ose dire, les pays les plus sages en termes de dette des ménages ont perdu une croissance potentielle de l'ordre d'au moins un point et demi du PIB chaque année !

Insistons quelque peu sur cet aspect essentiel du dispositif économique. Quand les ménages anglais, pour prendre le pays qui a été cité en exemple par la droite française, aux fins d'édifier nos compatriotes présumés attardés, accroissent leurs emprunts en tirant à la fois sur leurs lignes de crédit hypothécaire et leurs cartes de crédit, ils contribuent spontanément à un surcroît de dépenses qui vient irriguer l'ensemble de l'économie, en multipliant les emplois

nouveaux et les revenus qu'ils permettent de distribuer. La prospérité s'installe dans la durée, au point que le cycle économique semble avoir été relégué dans un passé lointain, voire préhistorique. Le Royaume-Uni a connu quinze années de croissance substantielle depuis 1993. Ses dirigeants politiques peuvent parader dans les rencontres internationales en citant en exemple une réussite hors d'atteinte pour les économies de la *Old Europe*, représentée par l'Italie, l'Allemagne ou la France.

Endettement ou surendettement, telle est la question. Une question d'autant plus difficile qu'aucun pays dans l'histoire économique n'a connu des montants de dettes des ménages aussi importants, à l'exception révélatrice du Japon des années 1980, dont la double bulle immobilière et financière doit énormément à l'endettement forcené des ménages de l'Archipel. Néanmoins l'absence de repères historiques n'aurait pas dû empêcher les banques centrales et les autorités publiques de s'interroger sur les conséquences potentielles d'un recours exagéré à l'emprunt pour soutenir la conjoncture. La Commission européenne donne, jusqu'à la caricature, le contre-exemple de l'aveuglement et de l'irresponsabilité en la matière. Tandis que l'endettement des ménages anglais a dépassé en 2007 le montant du produit intérieur brut, tandis que celui des ménages espagnols a produit une bulle immobilière sans précédent, le Commissaire européen, de nationalité espagnole, dénonce l'endettement de l'État français, égal aux deux tiers du PIB. Il se livre à cet exercice douteux de morale financière au moment même où les investisseurs, alarmés par les premières manifestations de la crise immobilière espagnole, abandonnent les obligations du Trésor public espagnol pour acheter celles de leurs homologues allemand et français.

En cette année 2008, il devient possible de dénoncer la politique laxiste qui a conduit au surendettement des ménages dans tous les pays que nous avons mentionnés. Les économies dont on disait qu'elles avaient adopté un modèle de croissance dit de l'offre étaient en réalité dopées par une demande artificiellement bâtie sur les facilités du crédit. Les politiques anti-keynésiennes, consistant à abattre les régulations anciennes, dissimulaient un soutien parallèle inconditionnel de la consommation, revenant à mener une politique ultra-keynésienne. La crise financière n'aurait servi à rien, en définitive, si la vérité historique n'était pas enfin rétablie et si ne tombait pas avec elle le leurre d'une nouvelle prospérité *exclusivement* bâtie sur l'offre et l'optimisme des agents économiques qui en découlerait.

Une dernière mise en perspective de la dette des ménages s'impose. La possibilité offerte aux ménages d'emprunter pour couvrir certaines de leurs dépenses courantes ou pour acquérir un logement est *l'innovation financière majeure du capitalisme d'après-guerre*, keynésien pour les uns, fordiste pour les autres. L'incapacité de la théorie économique à prendre en compte ce

facteur évident de la nouvelle prospérité après le drame de la Grande Dépression constitue une énigme. Un trou noir s'est formé dans le ciel de la réflexion économique dont les représentants ont continué à dissenter sans prendre en considération ce paramètre nouveau, absent, et pour cause, de la théorie classique, marxiste, néo-classique, schumpétérienne ou keynésienne. Je me contenterai de quelques observations succinctes à ce sujet. L'endettement des ménages a représenté à la fois un accélérateur de la croissance et *un régulateur du cycle économique*. En effet, la marche en avant des économies capitalistes requiert, à chaque étape cyclique de son développement historique, une dose substantielle de crédit supplémentaire. Dans le schéma ancien, l'intégralité de la charge de la dette était supportée par les entreprises recourant à l'emprunt, partiellement ou totalement, pour leurs investissements et leurs embauches nouvelles. Mais ce faisant, les entreprises emprunteuses couraient le risque de difficultés financières au moment critique du cycle, qui les voit faire le tri entre leurs bons et leurs mauvais investissements. En revanche, quand l'endettement des ménages entre en scène, les entreprises bénéficient d'une demande plus forte et plus stable à la fois, accompagnée d'une bonne tenue des prix qui facilite leurs amortissements. Le moment critique du cycle est plus aisé à passer. Ainsi s'explique le profil de croissance de l'après-guerre, constitué de phases d'expansion rapide entrecoupées de phases d'ajustement courtes et modérées. La « nouvelle économie » de création plus récente a abusé de l'innovation financière si bénéfique auparavant. Donnant le jour à des bulles immobilières, à une consommation de moins en moins assise sur les revenus tirés du travail, elle a certes accéléré la croissance de *certain*s pays riches, mais en prenant cette fois-ci le risque de *dérégler le cycle*. On ne triche pas avec le cycle : telle pourrait être la première leçon fondamentale d'économie que la crise financière nous commande d'apprendre et de retenir.

Aux origines de la titrisation : la société d'épargne de masse

Les manuels d'économie financière indiquent en quoi consiste la titrisation. Elle est un procédé qui revient à découper en fines tranches, nommées obligations, les prêts accordés par une banque ou une société de crédit spécialisée, pour en revendre le montant auprès d'autres agents financiers, nommés « investisseurs », qui appartiennent au vaste monde des fonds de placement en tout genre. On comprendra aisément ce procédé en faisant le parallèle entre la dette des Trésors publics et des entreprises cotées, d'une part, et la dette de la plupart des agents économiques privés, d'autre part. Quand l'État américain ou la société General Motors émet un emprunt sur le marché, celui-ci est d'emblée titrisé sous la forme d'obligations,

cotées et notées, qu'il est loisible à chacun d'acheter puis de revendre sur le marché du crédit correspondant. Quand une banque ou une société de crédit accorde un crédit à une clientèle d'entreprises non cotées ou de ménages emprunteurs, elle doit en revanche, si elle refuse de le garder dans son bilan, le titriser pour son compte avant de le replacer sur le marché auprès des investisseurs que ce type de créances peut intéresser.

La titrisation représente une autre innovation financière majeure des économies capitalistes d'après-guerre. On vient de voir que les titres de la dette publique ou des grandes entreprises ou des banques sont chose ancienne, ce qui signifie qu'il ne s'agit pas, en l'espèce, d'une innovation technique. Elle traduit donc avant tout un changement de politique financière. Elle a permis aux grands acteurs de la sphère du crédit de se décharger, en les rendant liquides par le procédé de la titrisation, des risques d'insolvabilité de leurs emprunteurs qui sont transférés dans les comptes des acquéreurs des titres représentatifs émis par les banques et les sociétés de crédit. La crise financière semble démontrer que le procédé a fait long feu puisque les initiateurs de la titrisation se trouvent aujourd'hui englués dans des placements défavorables auxquels la titrisation aurait dû leur permettre d'échapper. Tout se passe comme si les Ponce Pilate de la titrisation devaient à nouveau assumer les risques des crédits les plus dangereux, par un effet de boomerang qui pourrait être considéré comme une ruse de l'Histoire, s'il ne fallait d'abord songer à l'expliquer.

Comment se fait-il que des banques prestigieuses, assurées d'une imposante clientèle de particuliers et d'entreprises, nommées Citigroup, UBS, Merrill Lynch, HSBC, et d'autres encore, représentant le Gotha de la banque mondiale, aient en effet subi les pertes dont la titrisation devait les préserver ? L'essentiel de l'explication tient dans les mots « appétit pour le risque ». Dans le jargon des financiers, l'appétit pour le risque est synonyme de bon fonctionnement des marchés, puisqu'il indique l'intérêt des investisseurs pour les actifs qui leur sont proposés. Mais les crises récurrentes des vingt-cinq dernières années devraient nous pousser, nous qui ne sommes pas des acteurs des marchés, à réexaminer ce postulat. Toutes ces crises ont surgi sur des marchés à hauts risques : obligations « pourries », titres surévalués des Dragons d'Asie, valeurs Internet, titres du marché hypothécaire américain. À la formule usuelle des financiers – « High risk/High reward » – il conviendrait de substituer la formule plus objective « High reward/High risk ». L'expérience nous enseigne que l'on a sciemment initié des gisements de placements à hauts risques dans le but de doper les rendements financiers.

Or, les opérateurs classiques de la finance que sont les banques et les assurances sont, comme toutes les entreprises cotées, soumis, depuis les débuts de la Grande Transformation

Financière, à un impératif de rendement de leurs capitaux propres représentés par leurs titres boursiers. La règle sacro-sainte de la création de valeur pour l'actionnaire s'applique tout autant à eux qu'aux fabricants industriels ou aux fournisseurs de services non financiers. Mais tandis que la pression des actionnaires boursiers pousse les derniers nommés à localiser de manière opportuniste leurs productions sur les sites à bas coût du travail, elle entraîne les banquiers et les assureurs à acheter des actifs à hauts risques sur les marchés issus de la titrisation ! Citigroup et AIG, respectivement première banque et premier assureur américains, nous en donnent l'illustration, Citigroup en achetant massivement des crédits hypothécaires et LBO (représentant le rachat d'entreprises au moyen d'emprunts préalables), AIG en acquérant des « Credit Default Swaps » (représentant les contrats d'assurances émis par les prêteurs pour se couvrir contre l'insolvabilité des emprunteurs). Les rendements exceptionnels obtenus dans un premier temps grâce à ces placements miraculeux se paient à présent sous forme de pertes ou de provisions massives. Pour faire bref, les opérateurs financiers qui avaient voulu se défaire des risques de crédit ont fini par mordre à l'hameçon du haut rendement en achetant des actifs qui, à la différence des prêts qu'ils titrisent ou titrisaient, comportaient des risques impossibles à mesurer.

Mais le point le plus mal perçu à notre modeste avis n'est pas la titrisation et ses risques, mais ce qui les a permis. L'enrichissement inouï des populations des pays industrialisés dans l'après-guerre n'a pas seulement produit des sociétés de consommation de masse mais aussi, parallèlement, des sociétés d'épargne de masse. Les « Trente Glorieuses » ont fait voler en éclats la thèse de la paupérisation (relative ou absolue). Des institutions financières nouvelles sont apparues sous la forme de tous ces fonds de placement précités qui ont concentré dans leurs comptes l'épargne de centaines de millions de personnes appartenant à des classes moyennes de plus en plus larges. Du même coup, l'épargne s'est industrialisée et sa gestion professionnalisée.

Il faut donc concevoir la Grande Transformation Financière à la fois sous l'angle de la discontinuité et sous celui de la continuité. Elle rompt avec les pratiques financières prudentes antérieures mais en s'appuyant sur des organismes financiers qui n'auraient pas existé sans la réussite économique et sociale de notre après-guerre. La banque contemporaine s'est départie d'une partie de son ancien rôle et de son ancienne responsabilité en spéculant sur sa relève par les « investisseurs » collectant l'épargne collective. C'est donc, et paradoxalement, l'épargne et non la capacité de crédit *ex nihilo* qui est aux origines de la transformation. Et c'est pour valoriser à toute force cette épargne des classes moyennes et aisées que, non moins paradoxalement, la production de crédit a été démultipliée. En effet, de nombreux fonds qui

interviennent sur les marchés financiers sous le nom d'investisseurs, comme les fonds spéculatifs, mais pas seulement eux, travaillent non avec l'épargne qui leur a été confiée, qui reste bloquée dans leurs comptes, mais avec de l'argent emprunté placé sur des actifs à plus ou moins haut rendement.

Nous avons vécu une période étonnante de déplacement des repères du raisonnement économique et financier. L'épargne et la dette, que la réflexion économique n'a cessé d'opposer, se sont conjuguées pour offrir à nos regards un paysage singulier de marchés financiers où la première se porte avidement avec le secours de la seconde. Le surendettement des ménages américains, anglais, néerlandais ou espagnols coexiste avec une accumulation financière sans précédent réalisée par d'autres ménages, fort nombreux, dans l'ensemble des pays occidentaux et dans cette Asie d'ores et déjà développée.

Le rôle négatif de la mondialisation dérégulée

Mais quel a été le rôle de la mondialisation dans la façon dont s'est nouée la présente crise financière ? Le virus du *mortgage* (crédit hypothécaire) fou s'est-il propagé sur les marchés du crédit européens à partir de son territoire d'origine comme le virus de la vache folle ou celui de la grippe aviaire au gré des vents de la finance mondialisée ? Ou bien y a-t-il encore un enseignement supplémentaire à tirer de la débâcle financière des derniers mois ?

Je crois en effet que la transmission brutale de la crise hypothécaire américaine aux marchés du crédit européens, qui ont été frappés encore plus lourdement que les américains, obligeant les banques centrales de Francfort, de Londres et de Zurich à des interventions massives réalisées dans l'urgence, est révélatrice des périls d'une mondialisation conçue par des apprentis sorciers. Celle-ci s'accompagne de déséquilibres des échanges entre les nations ou les régions du monde dont le déficit américain donne l'illustration la plus frappante. Jusqu'ici, les économistes qui ont voix au chapitre médiatique se sont constamment extasiés de l'aisance avec laquelle les États-Unis couvraient ce déficit. Avec la simplicité d'esprit qui les caractérise, ils n'ont cessé d'expliquer cette réussite apparente par la confiance des investisseurs internationaux dans la pérennité de la puissance et de la prospérité de l'économie locale. Mais un examen attentif montre que d'autres pays chroniquement et gravement déficitaires, tels que le Royaume-Uni ou l'Australie, bénéficient du même traitement de faveur. Dans le système de relations économiques internationales qui a émergé des décombres du régime de Bretton Woods, les déficits des uns sont couverts par les placements des autres, qui connaissent des excédents.

Or, la crise financière fait apparaître une nouvelle facette de ce système si commode où certains pays peuvent doper leur croissance par l'endettement de leurs ménages, tout en concédant des déficits extérieurs, que l'épargne des pays créanciers partenaires vient éponger. Parmi les créances issues du marché américain, il y en a de supposées bonnes, comme les obligations du Trésor, mais aussi de vraiment douteuses, comme celles du marché hypothécaire et probablement du crédit LBO. L'Europe a commencé à payer une partie du prix de la crise financière américaine, à laquelle elle aurait dû demeurer étrangère. Et cela n'a été rendu possible que par la faculté offerte aux pays déficitaires d'exporter leurs titres de dettes vers leurs partenaires excédentaires, dans le contexte d'un système de changes international qui n'exerce aucune pression au rééquilibrage des échanges de biens et de services. Une Amérique dont les échanges avec le reste du monde seraient encore proches de l'équilibre n'aurait pas transmis ses mauvaises créances au système bancaire européen.

Voici donc, du fait de la crise financière, les États-Unis et l'Europe occidentale, le reste du monde peut-être, devant un nouveau cap périlleux. Si on reste fidèle à la pensée de Marx, on peut s'en inquiéter sans s'en inquiéter. Le capitalisme est en effet synonyme de crise. C'est toujours la même pièce que l'on joue, avec de nouvelles troupes, de nouveaux décors et costumes, une nouvelle mise en scène. J'éprouve du mal à épouser ce point de vue.

Les crises du capitalisme, les vraies, sont relativement *rare*s. Autant on peut dire que l'économie concurrentielle suit une trajectoire constituée par des *cycles*, qui n'ébranlent pas ses bases constitutives, et jalonnée par des crises financières qui ont presque toujours été jugulée par divers moyens, autant on doit s'attacher à isoler les crises systémiques susceptibles d'emporter les économies et les populations comme un ouragan ou un cyclone. Nous avons connu trois situations de ce type. Premièrement, entre 1870 et 1893, les économies capitalistes de l'époque se sont trouvées engluées dans une sorte de dépression rampante, malgré la stabilité monétaire, ou à cause d'elle : c'est à la faveur de cette dépression qu'a été inventé le modèle taylorien qui a permis de redresser spectaculairement la productivité du travail. Deuxièmement, avec la Grande Dépression des années 1930, oubliée par les néo-libéraux, mais que les historiens regardent justement comme le plus terrible défi rencontré par le système économique capitaliste. Troisièmement, entre 1973 et 1982, les économies soumises à la régulation keynésienne se sont progressivement enlisées, donnant naissance à un chômage structurel. Le nouveau dynamisme incarné par la troisième révolution industrielle a permis une reviviscence effective du système, mais il s'accompagne d'un dérèglement financier dont la crise actuelle est le plus lourd symptôme. Cette crise du crédit pourrait déboucher sur une crise systémique si le repli économique des États-Unis et de

l'Europe entraînant à son tour, par un effet de rétroaction, des défauts de paiement en chaîne des agents économiques. Alors nous connaissons la quatrième vraie crise de l'histoire capitaliste. Mais, en ce début mai 2008, nous n'en sommes pas encore tout à fait là.