



## Le capitalisme spéculatif, une autopsie...

16 octobre 2008

**D**epuis le début des années 80, l'économie mondiale a connu un prodigieux développement des marchés financiers, gérant des masses énormes de capitaux en quête de la rentabilité maximale (fonds de placement destinés aux ménages les plus riches, fonds de pension des pays anglo-saxons, capitaux des pays excédentaires). Ce développement s'est appuyé sur l'essor de l'ingénierie financière. Mais celui-ci reposait sur quatre piliers fragiles, qui viennent de s'écrouler.

La croyance que les modèles statistiques permettaient d'évaluer précisément le risque des crédits a permis le développement de la titrisation. Les banques confient un portefeuille de crédit à un Fonds Commun de Créances, qui se finance en émettant un ensemble structuré de titres. Les titres les moins risqués, remboursés en priorité se retrouvent dans le portefeuille de fonds de placement, vendus comme étant sans risque, qui obtiennent ainsi une rentabilité légèrement supérieure à celle des titres publics ; les titres les plus risqués rapportent une forte rentabilité aux fonds spéculatifs (*hedge funds*) ou aux banques elles-mêmes. Les agences de notation organisent l'opération et évaluent le risque des titres émis. Des rehausseurs de crédit et des CDS (*credit default swap*) interviennent pour renforcer la sécurité des titres. Durant sa lune de miel, ce mécanisme fonctionne à merveille. Les banques accroissent leurs crédits ; ceux-ci contribuent au développement des bulles immobilières et boursières ; celles-ci améliorent le bilan des emprunteurs, ménages ou entreprises, qui peuvent rembourser leurs dettes ou en contracter de nouvelles. Les gestionnaires de fonds prennent l'habitude de se fier aux agences de notation et perdent toute capacité à avoir une expertise propre. Mais cette phase n'est pas représentative des risques encourus. Ceux-ci ne sont pas microéconomiques et probabilisables, mais macroéconomiques et systémiques. Les modèles, calibrés sur la période de lune de miel, ne tiennent pas compte de l'incertitude fondamentale, qui provient de la dégradation de la qualité du crédit distribué, des variations des taux d'intérêt, des fluctuations des cours boursiers et des prix immobiliers. Quand la crise intervient, les taux de non-remboursement grimpent sans commune mesure avec les estimations des modèles ; les actifs les plus risqués perdent toute valeur ; les titres *sans risque* subissent des pertes ; le caractère factice de l'évaluation des agences de notation apparaît ; tous les actifs adossés à des crédits structurés sont fortement dévalorisés ; les FCC et les rehausseurs de crédit supportent de lourdes pertes qui reviennent dans le portefeuille des banques.

Les banques ont des missions particulières, comme assurer le fonctionnement du système des paiements. Elles bénéficient de privilèges : la garantie des dépôts et l'accès au refinancement de la Banque Centrale. En contrepartie, elles doivent respecter des ratios de solvabilité, comme le ratio Cooke qui leur impose d'avoir des fonds propres supérieurs à 8 % du crédit financé. Mais les banques se sont employées à tourner la législation en développant les engagements hors-bilan. En titrisant leurs crédits, elles font des économies de fonds propres, même si elles (ou leurs FCC) portent toujours les titres les plus risqués. En raison de la concurrence, les marges sur les crédits aux particuliers et aux entreprises sont faibles ; les banques interviennent sur les marchés financiers, où elles réalisent une partie croissante de leurs profits ; certaines banques particulièrement aventureuses (comme Dexia, Natexis, le Crédit Agricole) s'engagent sur le marché des CDS ou acquièrent des rehausseurs de crédit américains, augmentant aveuglément leur exposition aux risques. En période de crise, les banques sont obligées de rapatrier les titres risqués détenus par leurs FCC et d'enregistrer de lourdes pertes ; les pertes liées aux CDS et aux rehausseurs de crédit comme les moins-values boursières font disparaître les fonds propres requis pour garantir les crédits. Que les banques contournaient les ratios de solvabilité apparaît alors au grand jour.

Le fonctionnement du système était basé sur la différence entre le taux du marché monétaire, relativement bas, le taux de profit du capital productif et le taux de rentabilité financière, particulièrement élevé. Un fonds de placement était d'autant plus rentable qu'il utilisait le ratio de levier en combinant le capital de ses clients

avec du crédit bancaire à bas taux, donc qu'il était endetté. Les fonds monétaires dynamiques augmentaient leurs rentabilités en détenant de plus en plus d'actifs risqués (crédits structurés ou même actions), sans que les clients en soient prévenus. Les banques faisaient des prêts massifs aux fonds d'investissement qui achetaient et restructuraient des entreprises en comptant sur leurs profits et les plus-values de revente pour rembourser les banques et obtenir une forte rentabilité. Le système est ainsi devenu de plus en plus endetté et fragile.

Les financiers anglo-saxons ont imposé la prédominance du marché pour évaluer les valeurs. Mais le marché est particulièrement aveugle et volatil, de sorte que les valeurs de marché n'ont guère de sens économique. Le CAC40 a ainsi connu une hausse de 263 % de janvier 1996 à Septembre 2000, puis une baisse de 58% jusqu'à août 2003, une hausse de 100% jusqu'en juillet 2007, enfin une chute de 43% jusqu'en octobre 2008, soit, une croissance annuelle moyenne de 5 %, avec de fortes fluctuations sans commune mesure avec les variations du profit des entreprises. La chute actuelle n'est pas plus explicable rationnellement que les fortes hausses de naguère. Les marchés financiers sont conduits par des vagues auto-validantes d'optimisme et de pessimisme. Les opérateurs ont intérêt à pousser les cours jusqu'à des niveaux extravagants, pour enregistrer des plus-values, quitte à spéculer à la baisse à la veille du krach. Pourquoi privilégier leur évaluation des entreprises ? La politique économique doit-elle consacrer toute son énergie à réparer les dégâts causés par les krachs et autres fluctuations boursières ?

La crise nous montre qu'il est nécessaire de réduire drastiquement l'importance des marchés et des activités spéculatives ; de rebâtir un nouveau système bancaire, recentré sur ses métiers : financer la production et l'investissement. Mais, l'économie mondiale est-elle réformable ?

**Henri Sterdyniak**