

La crise financière: il est temps d'être crédible!

Note introductive à l'intervention présentée lors du Séminaire de l'AISS sur la sécurité sociale en temps de crise: impact, enjeux et réponses

François Morin
Professeur
Université de Toulouse
France

La dernière prévision du Fonds monétaire international (FMI) pour la croissance mondiale, le 19 mars dernier, est catastrophique pour l'année 2009, puisque celle-ci s'affaîsserait entre 0,5 et 1 pour cent, après plusieurs révisions successives à la baisse. Ce choc sur l'économie réelle est directement lié au "*crédit crunch*" sévère qui s'est déclenché à partir d'août 2007. La raréfaction du crédit provient évidemment du monde bancaire toujours en proie à des incertitudes fortes sur son état de santé: quel est en effet le poids exact des produits toxiques au bilan des banques? Si la réponse à cette question demeure toujours incertaine, c'est en grande partie dû au manque de crédibilité directe de l'information des principales institutions bancaires et financières sur leur situation réelle. Mais le manque de crédibilité atteint également d'autres acteurs: les principaux régulateurs, les banquiers centraux, mais aussi les gouvernements. Il n'est pas certain de ce point de vue que la dernière réunion du G20 ait réussi à lever les incertitudes qui pèsent sur l'état de santé de l'économie mondiale.

Ce climat d'incertitude tient, au départ, des banques qui ont dissimulé leurs problèmes de liquidité lorsqu'elles ont commencé à subir les effets de la crise des *subprimes*. Leurs problèmes sont nés notamment à travers les produits titrisés qu'elles détenaient pour leur gestion en compte propre ou dont elles devaient assurer le service après-vente auprès de leurs clients. Leur crédibilité a été très vite balayée puisque semaine après semaine, depuis près de 20 mois, les mauvaises nouvelles se sont succédées, démentant par là-même leurs annonces antérieures.

Les principaux banquiers centraux, les régulateurs financiers se sont aussi tous montrés "surpris" par l'ampleur de la crise. Il suffit de voir comment les injections successives de liquidité ont été engagées en catastrophe sur les marchés interbancaires depuis août 2007 et continuent de l'être actuellement. De même, les gouvernements ont-ils réagi très tardivement pour soutenir les banques (à partir de septembre 2008), et ne le font-ils encore qu'au cas par cas et dans les pires conditions. Les plans de soutien à l'économie se succèdent et ne font que refléter le désarroi des pouvoirs publics par rapport à cette crise qui se prolonge. Certes, dans une vision optimiste mais un peu simpliste, on peut y voir du "pragmatisme" de leur part, mais, à l'évidence, il s'agit d'une navigation à vue qui, là aussi, décrédibilise leurs explications de la situation actuelle et jette, par conséquent, un doute sur l'efficacité de leurs actions.

En la matière, c'est probablement le FMI qui s'est le plus lourdement trompé sur la nature de la crise actuelle et de ses effets sur l'économie mondiale. Depuis le déclenchement de la crise, ses prévisions sur la croissance de l'économie mondiale, trimestre après trimestre, ont été démenties à chaque fois par les faits. De même, sur les pertes liées à la crise financière le FMI

a commencé à les évaluer à 400 milliards de dollars en février 2008, puis le chiffre a grimpé progressivement pour aboutir, au 21 avril 2009, à 4 100 milliards!

Faut-il enfin préciser que le "*crédit crunch*" est alimenté par cette perte généralisée de crédibilité à propos de laquelle les banques, mais elles ne sont pas les seules comme on vient de le voir, ont joué et continuent de jouer un rôle central. Ce discrédit est directement à la source du manque de confiance des banques entre elles sur les marchés interbancaires; elle est également à la source des incertitudes sur l'avenir que développent les chefs d'entreprise. Elle atteint alors concrètement d'abord l'offre de crédits, puis, dans la foulée, la demande de crédits, pour enfin aboutir à casser la croissance économique.

Il est à craindre que la dernière réunion du G20 ne puisse pas lever toutes les incertitudes actuelles. Certes, on reconnaît que l'économie mondiale vient de connaître un choc considérable. La réponse à la crise tient alors, pour l'essentiel, à l'augmentation des ressources du FMI et dans l'établissement de nouvelles règles de sécurité (avec la création du Comité de stabilité financière). Or, dans la déclaration finale du G20, à aucun moment, le texte pourtant très long, n'a osé écrire le mot "banque(s)" pour signaler le rôle de ces institutions dans le cataclysme actuel et son déclenchement. Au contraire, la seule fois où il est fait référence au "système bancaire", c'est pour indiquer le "large soutien" que les pays du G20 leur ont apporté pour restaurer la croissance (point 8 de la Déclaration). Cette absence d'explication crédible des causes de la crise nous invite à mieux prendre la mesure des logiques qui sont en cause et, par conséquent, des défis à relever.

Deux séries de causes sont parfaitement repérables. Evoquons-les rapidement.

1. Les causes monétaires d'abord. Celles-ci tiennent, au départ, à la double libéralisation des marchés monétaires et financiers; libéralisation des changes au début des années soixante-dix, et libéralisation des taux d'intérêt au début des années quatre-vingt. Pour protéger l'économie réelle de ces deux chocs, une industrie financière de couverture des risques s'est développée. Les firmes doivent, en effet, se couvrir contre les risques liés aux variations des taux de change et aux variations des taux d'intérêt. Grossissant à vue d'œil dans les années quatre-vingt-dix, cette industrie s'est mise à couvrir des risques de toute sorte avec des produits de plus en plus sophistiqués, échangeables sur les marchés financiers. A la fin des années quatre-vingt-dix, les banques ont eu alors l'idée de se défaire des risques liés à leurs crédits en procédant à la titrisation de leurs créances, c'est-à-dire en transformant en titres financiers échangeables sur le marché les créances qui étaient à leurs bilans, et notamment leurs créances immobilières.

Quand la bulle immobilière a éclaté à la fin de l'année 2006 aux Etats-Unis, et que les taux d'intérêt ont augmenté, les titres liés aux crédits immobiliers des ménages américains les plus fragilisés ont commencé à devenir toxiques. Le phénomène a pris une ampleur d'autant plus grande que ces titres pouvaient à leur tour entrer dans la composition de titres "structurés" plus complexes, qui, par ricochet, devenaient eux aussi toxiques.

A la veille de la crise des *subprimes*, la sphère financière était devenue hypertrophique par le nombre de ces produits de couverture et par le volume de leurs transactions: près de 40 fois supérieur au volume des transactions de la sphère réelle. Or, il n'y a pas de produits de couverture sans contrepartie spéculative. Et la spéculation se nourrit aussi bien d'une bulle qui se forme, que d'une bulle qui éclate, puis se dégonfle. Les excès liés à l'hypertrophie de la finance globale n'auraient pas également pu se développer sans les effets de levier d'endettement gigantesques rendus souvent possibles par les banques elles-mêmes, notamment en raison de leurs opérations hors-bilan.

Or le G20 laisse inchangé les logiques de formation des produits de couverture et donc de fonds spéculatifs. Pourtant, quand on voit la composition de ces produits dérivés (pour l'essentiel, des produits de couverture des taux de change et des taux d'intérêt), il suffirait de revenir sur le double mouvement de libéralisation des marchés de la monnaie pour dégonfler, d'un seul coup, la sphère financière et permettre aux acteurs de retrouver des horizons temporels longs pour leurs échanges internationaux et leurs financements. Concrètement, cela revient à bâtir un nouveau système monétaire international, en fixant des règles du jeu sur l'évolution des taux de change et des taux d'intérêt, bref à terme, concevoir la monnaie comme un bien commun de l'humanité. Cela revient aussi à abandonner le règne de l'étalon dollar.

2. L'autre facteur qui ronge l'économie mondiale et la déstabilise, se voit dans les pratiques liées à la valeur actionnariale. Issue de lois fiscales américaines (loi Erisa, plan 401K), la gestion des fonds de pension par capitalisation change du tout au tout durant les années quatre-vingt. Elle devient beaucoup plus agressive en raison de la concurrence que se livrent entre eux les principaux gestionnaires de fonds pour récolter l'épargne retraite. De là naît la norme financière des 15 pour cent de retour sur investissement comme gage de l'efficacité de leurs placements. Cette norme implique que les gestionnaires de fonds deviennent hyper-exigeants, comme actionnaires, lorsqu'ils placent, par exemple, les ressources qu'on leur a confiées dans les firmes cotées en bourse.

Derrière les formules de "valeur actionnariale" ou de "création de valeur pour les actionnaires", il faut naturellement y voir l'emprise croissante des investisseurs institutionnels sur la gestion de l'entreprise et sa financiarisation. La "nouvelle gouvernance" des firmes apparaît alors en Grande-Bretagne au début des années quatre-vingt-dix et dans le reste de l'Europe ensuite. Les pratiques de la valeur actionnariale ont changé complètement le visage des firmes, leur gestion et leur organisation. En effet, l'exigence d'une rentabilité financière fixée a priori implique un transfert de risque massif sur la gestion de l'entreprise qui se voit contrainte dorénavant à une obligation de résultat. Qui plus est à un niveau tout à fait redoutable.

Le résultat sur la relation de travail est considérable. L'organisation du travail, le marché du travail s'en trouvent bouleversés. Les pratiques de flexibilisation, d'externalisation, de délocalisation se multiplient. La pression financière sur le monde du travail devient telle que les dépenses de santé augmentent de façon nette; puis sont venus les plans sociaux alors même que les firmes dégagent des profits ou encore les "licenciements boursiers". Faire du profit n'est plus suffisant. Il faut maintenant atteindre la norme exigée par les nouveaux actionnaires. On le comprend, ces nouvelles pratiques sont intenable; elles ont été à l'origine de la déformation de la valeur ajoutée au détriment des salaires durant les années quatre-vingt-dix. Elles sont à la source des inégalités de revenu criantes que l'on observe aujourd'hui. Aucune trace de ces questions ne figure dans la déclaration finale du G20.

Les pratiques liées à la valeur actionnariale et à la nouvelle gouvernance des firmes touchent l'ensemble des firmes qui sont cotées dans les différentes places financières du monde. Mais, les grands investisseurs s'intéressent de plus en plus aux entreprises non cotées. Mais là, comme le risque apparaît plus grand, l'exigence de rentabilité passe à un niveau nettement supérieur, de l'ordre de 25 pour cent...

Quels sont les moyens pour lutter contre cette logique infernale? La réponse à cette question est redoutable, car ici, il n'y a pas de solutions miracles. Certes, il faudrait que les Etats-Unis acceptent de revenir sur leurs lois fiscales, mais il très probable que le lobby des grands investisseurs s'y opposerait de toutes ses forces. D'autres pistes mériteraient d'être explorées. Indiquons-les rapidement. Tout d'abord, la consolidation des secteurs mutualistes, coopératifs

et associatifs en les aidant à retrouver leurs principes fondamentaux de solidarité. Ensuite, la transformation des sociétés de capitaux actuelles en véritables firmes alternatives partenariales dont il faudrait élaborer les principes de gouvernance, d'attribution des droits de propriété et de répartition des résultats. Et pourquoi pas aussi, consolider politiquement les nationalisations bancaires afin de forger des outils au service d'une vision de long terme. Celle-ci s'impose de plus en plus afin de relever les défis considérables qui attendent notre planète: défi environnemental, énergétique, et alimentaire.