

Un système increvable

Deux experts français se proposent «d'expliquer les enchaînements et la hiérarchisation» de la crise financière afin de surmonter ce qu'ils considèrent être «le trop long menu d'explications qu'elle a suscité»^(*).

A leurs yeux, les mécanismes qui ont conduit à la crise mettent en exergue deux facteurs-clés : la liquidité dont la «disparition» a marqué le début de la crise ouverte en août 2007, d'une part, et le développement de gigantesques marchés de produits dérivés de toutes sortes, d'autre part, le tout sur fond d'absence de régulations et d'incitations puissantes à la prise de risques inconsidérés sur les marchés.

Aux yeux des auteurs, cette crise marque, en fait, «la fin du premier âge de la finance de marché» dont le montant exact de l'addition ne pourra être connu que dans plusieurs années. Sur le plus long terme, cette crise peut être rapprochée de la fin simultanée de quatre cycles historiques d'inégale durée qui sont analysés plus en profondeur ailleurs^(**) :

- un cycle de quatre cents ans, qui a vu les pays du Nord – Européens d'abord, Etats-Unis ensuite – dominer le monde au détriment des pays du Sud ;
- un cycle de cent ans, qui a vu les Etats-Unis devenir la première puissance, puis l'hyperpuissance du monde ;
- un cycle de trente ans, qui a vu le libéralisme gagner peu à peu du terrain – y compris, paradoxe ultime, dans la

Russie autoritaire ou dans la Chine communiste ;

- un cycle de vingt ans, enfin, qui a vu l'endettement devenir le principal moteur de la croissance.

On s'appesantira ici davantage sur la première étude de Pierre Cailleteau et Gilles de Margerie dont nous tirons ici l'essentiel des observations.

Le marché financier a connu, intra-muros, deux grands mouvements depuis les années 1980 (des mouvements conduits aussi bien par les néo-conservateurs anglo-saxons, Ronald Reagan et Margaret Thatcher, que par le socialiste Jacques Delors à la tête de la Commission européenne) : le poids croissant des actifs financiers par rapport au PIB et l'essor de la finance «désintermédiée», puisque les dépôts bancaires ne représentent plus qu'une part secondaire du total de ces mêmes actifs financiers – avec un rôle particulier pour deux types de marchés (les marchés de titrisation et les marchés de dérivés de crédit).

Les volumes des créances titrisées ont littéralement explosé au cours des années 1990 et au début des années 2000. Pour sa part, le volume du marché des dérivés de crédits est passé de 919 Mds d'USD fin 2001 à 62 173 Mds d'USD fin 2007.

Un chiffre plus facile à écrire qu'à dire ou à imaginer. C'est dans ce contexte que l'excès d'épargne des pays émergents a alimenté l'innovation financière qui a desserré la contrainte

financière pesant sur les agents économiques dans les pays avancés, permettant notamment aux ménages d'emprunter sur la base d'une augmentation présumée de la valorisation de leurs actifs. Motivés par des taux d'intérêt proches de zéro, ils ont oublié que lorsque le capital est gratuit ou peu onéreux, son allocation a tendance à obéir à l'anarchie, la recherche du rendement conduisant à des prises de risques importantes, voire inconsidérées.

«En pratique, après que les ménages les plus solvables eurent acquis leur résidence principale, la dynamique du marché a été soutenue par l'octroi de crédits à des clientèles de moins en moins solvables, avec des conditions de plus en plus dangereuses (différés divers, croissance très importante des sommes dues au bout d'un certain temps ou en cas de hausse des taux). Le tout, avec l'hypothèse implicite que la hausse des prix solvabilisera de fait les emprunteurs ou protégera les créanciers. Ainsi se sont constitués les crédits «subprimes», dont le montant était évalué, lors du déclenchement de la crise, à environ 1 300 milliards de dollars.» La déréglementation/dérégulation qui a accompagné le phénomène de la mondialisation a eu un impact majeur sur l'industrie financière au cours des dernières décennies avec, principalement : une faible régulation bancaire, centrée sur les risques de crédit, et peu développée sur les risques de marché

et de liquidité ; des normes comptables, qui ont élargi considérablement le champ d'application des valorisations de marché ; des agences de rating, qui ont appliqué des notations de crédit à des produits traités comme des produits de marché. La crise des subprimes a été rendue possible par la juxtaposition d'une série de facteurs : une grande abondance d'épargne à recherche d'opportunités d'investissement permettant d'obtenir des rendements supérieurs à ceux pouvant être trouvés dans des produits sans risque ; des défaillances majeures de la régulation du secteur américain du crédit hypothécaire ; une analyse au moins en partie défaillante des risques pris par les agences de rating.

La déconnexion est double : de «l'économie réelle» et de «la finance réelle» que représenterait la liquidité : «Au cours de la période, presque rien n'a été publié sur les risques de liquidité. Aucune urgence particulière ne paraissait d'ailleurs l'imposer, puisque l'une des caractéristiques marquantes de la période était précisément la disponibilité très large d'une liquidité paraissant pratiquement illimitée.»

Il a fallu attendre fin 2006-début 2007 pour que soient lancés un certain nombre de travaux visant à mieux comprendre les mécanismes de la liquidité bancaire et à mieux gérer leurs risques.

On retrouve une autre expression de cette «finance irréaliste» dans le

système de notation des agences du même nom : «Les notations ne disent rien du risque de marché, c'est-à-dire en l'occurrence la capacité à revendre sans perte un titre au moment désiré.»

Autre fiction : si la titrisation a permis aux banques de transférer les actifs risqués à d'autres acteurs, les agences de notation ont commis une faute professionnelle aux conséquences dramatiques en attribuant des notes excellentes à des actifs risqués. La conséquence directe de ces dispositions a conduit à une mésestimation du risque et a donc faussé le fonctionnement du marché : les prix ne reflétaient pas les risques attachés aux actifs. «Conclusion pour la gauche ? Ce ne sont pas d'abord les zones d'ombre du système (hedge funds, paradis fiscaux) qui sont en cause, mais le cœur même du capitalisme.»

C'est la raison pour laquelle il ne faut rien attendre de lui : «Les voies qui sont actuellement explorées, aux Etats-Unis ou au niveau de la Commission européenne, visent à renforcer la surveillance des agences, le contrôle des méthodes et de leur application effective, l'indépendance des équipes de notation par rapport aux équipes commerciales. Elles sont, pour la plupart, utiles mais ne visent pas, à ce stade, à une transformation radicale du système.»

«Le système devra être reconstruit. Il ne ressemblera guère à celui des vingt-cinq dernières



Par Ammar Belhimer
ambelhimer@hotmail.com

années. Le premier âge de la finance de marché est bel et bien terminé.»

Faute d'une opposition crédible, le système s'en sort tout de même à très bon compte, laissant sur son passage un milliard d'hommes au bord de la famine, des centaines de millions d'épargnants ruinés, de sans-abris et de sans-emploi. Le secret de sa longévité est peut-être dans son incroyable capacité à corrompre les hommes et leurs âmes.

A. B.

(*) Pierre Cailleteau & Gilles de Margerie, *La fin du premier âge de la finance de marché, En Temps Réel – Cahier 35 – Juillet 2008*. Pierre Cailleteau est «chief international economist» de l'agence de rating Moody's. Gilles de Margerie est directeur des activités assurances, gestion d'actifs et de fortune de Crédit Agricole S.A et président de En Temps Réel.

(**) Gilles Finchelstein, *Neuf idées pour la gauche en temps de crise*, Revista Umbrals, avril-juillet 2009.

POUSSE AVEC EUX !

Par Hakim Laâlam

laalamh@yahoo.fr
laalamhakim@hotmail.com
hlaalam@gmail.com



Qui donne le la aux tam-tam parisiens ?

Métro d'Alger. Première défaillance sérieuse dans le système de sécurité. Aucune alarme ne s'est déclenchée malgré la présence à bord d'une des rames de...

...Belkhadem !

Peut-être est-ce dû à une conjonction astrale exceptionnelle, ou du moins particulière ? Ou alors peut-être faut-il y voir une influence directe des marées lunaires sur le cycle terrestre ? Ou alors doit-on en chercher les raisons dans l'absence fort remarquable en ce mois d'été de bancs de méduses sur notre littoral, alors que l'année dernière, à la même période, ces bestioles pululaient ? En l'état actuel des observations et des recherches, aucune de ces pistes n'est à écarter pour expliquer ce phénomène étrange : dès qu'un débat contradictoire, animé, agité, énervé et parfois emporté s'engage dans les hautes sphères sur le dossier de la réconciliation nationale et sur le super-statut des tingos repentis, comme par miracle, la question du quitte-qui, que tout le monde pensait définitivement enterrée, ressurgit de sa tombe. Etrangement, ces dernières heures, certains médias français s'en prennent à l'armée algérienne dans l'affaire des moines de Tibehirine et, citant le témoignage d'un général français jusque-là muet comme une carpe, laissent entendre que ce sont les militaires algériens qui

auraient tué les moines, et non pas le GIA. Bonté divine ! Cette montée en puissance des «lobbies» anti-ANP serait-elle en lien direct avec des rumeurs laissant entendre un profond désaccord entre le Palais et les Tagarins sur la lutte anti-tingos, désaccords qui auraient été exacerbés par les récents assassinats de gendarmes à Bordj-Bou-Arréridj, les marges de manœuvre exorbitantes accordées à des gugusses comme Mezrag et Hattab ou encore le sort réservé à Mohamed Gharbi ? Faut-il lire cette «campagne» anti-armée algérienne à l'aune des inquiétudes exprimées ces dernières heures par Louisa Hanoune sur des changements importants attendus pour cet été ? Je n'en sais fichtrement rien ! Ce que je sais par contre, et c'est historiquement prouvé, c'est qu'à chaque fois que la démarche réconciliatrice s'est trouvée discutée, chahutée, contestée, voire bousculée et violemment remise en question, les bonnes feuilles parisiennes étaient miraculeusement mises à contribution pour refaire planer sur la tête de l'ANP les sempiternelles menaces de tribunaux et de jugements internationaux. Qui agiterait ainsi les tam-tam parisiens ? Pas moi, M'sieur ! Moi, je me contente juste de fumer du thé pour rester éveillé à ce cauchemar qui continue.

H. L.