

L'optimisation, paravent de la spéculation

Par Christian STOFFAËS

Président d'honneur du Centre d'Études prospectives et d'Informations internationales

Les idées des économistes mènent le monde, et celles des économistes qui cédèrent aux sirènes des banques sont largement à l'origine de la crise de 2008. Heureusement, il existe encore des ingénieurs-économistes préoccupés de l'économie réelle – l'économie des technologies et des investissements, des usines et des infrastructures, des hommes et des rapports sociaux. Ils doivent prendre la parole pour modifier la vision du monde qui a débouché sur la grande crise contemporaine.

L'aveu de Greenspan – La faute aux CDS

On va bientôt célébrer le dixième anniversaire du krach de Wall Street. Le moment n'est-il pas venu de prendre du recul pour comprendre ?

Parmi toutes les théories qui ont fleuri dans le sillage du krach, il faut privilégier le témoignage des acteurs, même si, par leur nature même, ils ne peuvent pas être objectifs, et ce d'autant moins si leurs discours procèdent d'une pensée préconçue.

Un moment révélateur dans l'histoire du krach est intervenu quelques semaines après le défaut Lehmann Brothers : le 25 octobre 2008 s'est déroulée une audition cruciale à la Chambre des représentants. Une commission d'enquête venait d'être mise en place rapidement pour examiner ce qui s'était passé, à l'image de la Commission Pecora – du nom du procureur de Manhattan qui dirigeait les investigations en 1930, après l'élection de Roosevelt –, cette Commission Pecora qui avait conclu à la faute des banques et fait adopter la législation Glass-Steagall instaurant une « muraille de Chine ».

Alan Greenspan a comparu devant la commission de 2008 en tant que témoin-clé. Et s'il en est un, c'est bien lui. Alan Greenspan a été le président de la Réserve fédérale pendant vingt ans et chacune de ses déclarations faisait trembler les marchés, au point qu'il les ponctuait du fameux « si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé ».

Nommé par George Bush père au début des années 1980, il fut le gourou de cette époque flamboyante, doté d'une personnalité charismatique, ultra-libéral convaincu, se réclamant d'Ayn Rand, théoricienne extrémiste pour qui toute intervention publique crée une distorsion dommageable. Non seulement il a influencé son temps, mais il en a été aussi le véritable gourou, le porte-parole

des marchés financiers pendant les deux décennies de son mandat.

Alan Greenspan a été auditionné, d'une manière passée quasiment inaperçue, car intervenant au moment de l'élection de Barack Obama – événement qui occupait alors toute la place dans l'actualité.

Son audition a été passionnante, car le grand magicien des marchés y a révélé le cœur du système. Le président de la commission d'enquête, représentant au Congrès Beverly Hills et les milieux intellectuels de Californie, lui a demandé : « Monsieur le Président, vous avez été l'incarnation de cette époque, vous en avez influencé tout le climat idéologique, que s'est-il passé ? Est-ce que ce sont vos théories qui sont fausses ? Est-ce que tous ces fameux produits dérivés n'ont pas conduit à des risques excessifs ? » À quoi il a répondu : « Non, les produits dérivés et la titrisation ont été conçus pour garantir contre le risque, c'est-à-dire pour créer un marché où les acteurs économiques qui veulent se couvrir contre les risques, en particulier les entreprises commerciales et industrielles, rencontrent des acteurs financiers qui sont prêts à prendre des risques pour gagner de l'argent, les spéculateurs ».

Il a rappelé que les produits dérivés ont été créés pour garantir les entreprises à la suite de l'instauration des changes flottants après la déclaration d'inconvertibilité du dollar, puisque les changes flottants créent évidemment des risques de change pour les entreprises impliquées dans le commerce international. Greenspan a ainsi conclu : « Non, cette innovation financière n'est pas remise en cause. Nous avons eu un seul problème, c'est avec les CDS ».

Le *credit default swap* – ou CDS – est une police d'assurance contre le risque de défaut d'un prêt. Ce produit financier qui n'existait pas avant la dérégulation est assez largement à l'origine du krach, puisqu'il a créé pour les

spéculateurs l'illusion d'une assurance en leur autorisant une prise de risques effrénée.

Les CDS avaient pris une ampleur considérable, puisque leur marché atteignait, en 2008, 60 000 milliards de dollars de transactions. Quand le marché s'est retourné, on s'est aperçu de ce que les risques n'étaient pas couverts, en particulier avec la faillite d'AIG, la grande compagnie d'assurance qui s'en était fait une spécialité. Quand on prend l'engagement de garantir et que l'on n'en a pas les moyens, on est à la limite de l'escroquerie. Telle est la clé de la compréhension du krach.

Les économistes, instigateurs d'aléa moral

En apportant la caution de leur science, les économistes ont légitimé la spéculation.

Illusion ou auto-persuasion ? Est-on tout à fait sûr que les marchés croyaient vraiment qu'ils étaient garantis contre les risques ? En réalité, ils faisaient semblant d'y croire, car cette croyance arrangeait tout le monde. Parce que, quand vous vous achetez une police d'assurance qui vous permet de vous protéger contre le risque d'un défaut sur un de vos investissements spéculatifs, vous pouvez spéculer sans limite. C'est ce que l'on appelle l'aléa moral, qui est l'explication centrale de la spéculation sur les titres des subprimes. L'aléa moral est un concept issu du monde des assurances. Quand vous êtes assuré, vous êtes tenté de faire n'importe quoi. Parce que vous êtes certain que, si vous prenez un risque, de toute façon vous êtes couvert. C'est évidemment la terreur des compagnies d'assurance.

Ces dernières années, les ingénieurs ont envahi les professions financières. Accompagnant cette conquête, les mathématiques sont devenues la langue commune de la colonisation de la finance et de la banque. Les modèles sophistiqués assuraient l'optimisation des portefeuilles d'actifs financiers en équilibrant les risques et la rentabilité, justifiant l'acquisition de titres sans valeur, à savoir des créances immobilières insolubles, les désormais célèbres subprimes.

De par leur légitimité scientifique, les économistes ont contribué à assurer la crédibilité des nouveaux instruments financiers auprès des investisseurs.

Les banquiers ont recruté de nombreux économistes. Croit-on que ce soit par amour de la science ? Plus prosaïquement, il s'agissait de séduire leurs clients. Les économistes de banque sont bien rémunérés – alors que les économistes, il y a vingt ans de cela, étaient de faméliques assistants de faculté, mal payés. Ils ont été recrutés par les banques, comme des sortes d'agents commerciaux, pour séduire leurs clients, pour vendre leurs titres. En outre, ils ont pris le contrôle de la pensée économique dominante.

L'essence du krach

Le krach de Wall Street contemporain s'ordonne autour de deux dates clés : le 25 juillet 2007, c'est le défaut de Bear Sterns, premier craquement sur le marché des titres

subprimes, suivi, le 15 septembre 2008 – l'équivalent du « jeudi noir » – du défaut de Lehman Brothers, défauts de deux acteurs majeurs du marché financier de Wall Street.

Un krach est la conséquence, amplifiée, d'un défaut de paiement – un acteur économique, qu'il soit banque, grande entreprise, État, etc., qui n'est plus capable de tenir ses engagements et d'honorer ses échéances. Le défaut engendre un phénomène de boule de neige : tous les agents économiques qui ont dans leurs actifs au bilan des créances sur le failli sont obligés de tenir compte de leurs pertes, et un mécanisme de réaction en chaîne se diffuse.

Bear Stearns était une des grandes banques d'investissement de Wall Street. Le grand sujet d'engouement était à l'époque les titres subprime, qui sont des obligations de seconde zone représentant des prêts consentis à des acquéreurs peu solvables. À un moment, les contreparties de Bear Stearns se sont aperçues qu'on leur vendait du papier quasiment sans valeur, qu'elles avaient acquis pour optimiser leurs portefeuilles en équilibrant les risques et la rentabilité.

Les titres sont du papier – des contrats, des promesses qui reposent sur la confiance qu'on leur prête. Si soudain survient un problème de crédibilité sur la validité du contrat, c'est là que naît le krach. Les clients de Bear Stearns se sont aperçus que certains des véhicules de titrisation échangés sur le marché – qui sont de savants mélanges de titres – étaient en réalité sans valeur, ou contenaient des titres pourris.

Un climat de défiance s'est alors installé au sein d'un milieu financier qui baignait jusqu'alors dans l'euphorie. Les banques se sont méfiées, ont cessé de se prêter les unes aux autres. Les banques centrales ont immédiatement réagi en créant des liquidités, en se substituant aux banquiers qui ne voulaient plus prêter à leurs collègues. Puis le climat de défiance a dégénéré, et il y a eu un vrai krach, en septembre 2008. On peut se demander pourquoi le gouvernement fédéral n'a pas secouru Lehman Brothers alors qu'il l'aurait pu : il ne faut pas oublier que l'on était alors sous l'Administration Bush finissante.

Toutes les contreparties de Lehman, les grandes banques de Wall Street, se sont retrouvées avec de lourdes pertes dans leurs bilans. Les appels de marges les ont contraintes de rapatrier dans leurs comptes les véhicules de titrisation.

On a aisément démonté le mécanisme spéculatif des crises spéculatives du passé : c'est la rue Quincampoix et les titres de la Compagnie des Indes de John Law ; c'est le marché des tulipes d'Amsterdam ; c'est Wall Street en 1929. Et toujours l'idée que cette fois, c'est différent, le climat d'euphorie – « l'exubérance irrationnelle », titre du livre de Greenspan visant à le disculper par avance de sa politique monétaire et de son discours de facilitation spéculative ; ou encore les « esprits animaux » dont parle Keynes. La spéculation contemporaine est plus grave : on ne se rendait pas compte que l'on spéculait à haut risque.

En 1929, on pouvait aisément se rendre compte de ce que l'on spéculait, parce que l'on voyait les cours de la Bourse

monter sans limite, et on savait bien qu'ils ne monteraient pas jusqu'au ciel. La crise de 2008, on ne l'a pas vue venir, parce que la spéculation était dissimulée par les artifices de l'ingénierie financière : la titrisation, les « véhicules hors-bilan », les modèles sophistiqués d'optimisation des portefeuilles d'actifs et leurs équations mathématiques, etc. Toujours le « cette fois, c'est différent », car les modèles économiques étaient censés garantir la fiabilité des outils. Les acteurs du marché ne savaient pas qu'il y avait une spéculation à haut risque, ou plus exactement ils faisaient semblant de ne pas le savoir, parce que ça les arrangeait de pouvoir spéculer avec bonne conscience.

On a bien observé quelques *runs*, des débuts de panique : ainsi, à Northern Rock, en Angleterre, où l'on a pu voir quelques queues de clients se précipitant aux guichets des banques. Ensuite, le gouvernement fédéral a été obligé de secourir les banques, contrairement à ce qui s'était passé en 1929, où beaucoup de banques ont dû déposer leur bilan. Au nom de l'idéologie libérale et punitive de l'époque, les spéculateurs devaient payer pour leurs fautes ; il fallait purger le marché et le gouvernement avait donc refusé de les soutenir. Et c'est ainsi que la crise s'est propagée avec les proportions inouïes que l'on connaît. Cette fois, instruits par le funeste précédent, on a pratiqué à grande échelle le *bailout*, c'est-à-dire le secours apporté par les fonds publics aux banques en faillite, ou au bord de la faillite.

La spéculation sans couverture

La cause profonde de la crise est le contournement systématique des règles prudentielles, règles qui vous obligent, lorsque vous intervenez sur les marchés financiers, à avoir des garanties contre le retournement du marché.

La règle prudentielle est la règle d'or des assurances. Une compagnie d'assurance n'est pas autorisée à vendre des polices d'assurance sans avoir de couverture. Si vous avez une police d'assurance, que vous avez un accident, et que votre compagnie d'assurance vous dit alors : « Pas de chance, je n'ai rien, pour vous garantir... », c'est une escroquerie.

Le krach, c'est quand on s'est aperçu que Bear Stearns avait acheté des titres avec un taux de couverture de 35 – c'est-à-dire qu'elle n'avait dans son bilan que 1/35^e de fonds propres pour garantir ces investissements spéculatifs à la merci du moindre défaut de paiement des emprunteurs. La faillite de Lehman Brothers a, quant à elle, révélé un ratio de 50, donc une très grande vulnérabilité au moindre retournement du marché. Et la faillite d'AIG a révélé que les risques de défaut n'étaient pas couverts.

Pourquoi prendre des risques aussi lourds, alors que le métier de banquier requiert de la prudence si l'on veut pouvoir récupérer ses fonds ? Parce que le métier des banques est de gérer les dépôts des clients et de prêter, pour percevoir des agios – métier un peu ennuyeux et peu lucratif – et le métier des traders sur les marchés est d'échanger des titres pour percevoir de plantureuses commissions. Donc, dès lors qu'il n'y a pas de risque, il n'y a pas de limite à l'activité de prêts, même aux clients

potentiellement insolvable, pas de limite aux achats de titres, même pourris.

La question centrale est de comprendre comment on a laissé s'installer le mécanisme de défaut de couverture qui est lié au phénomène de titrisation. La titrisation, c'est lorsqu'un créancier, une banque externalise de son bilan ses créances sur des emprunteurs pour les vendre sur le marché. C'était une pratique jusqu'alors peu répandue, qui s'est beaucoup développée depuis l'abrogation du Glass-Steagall Act, jusqu'à atteindre des niveaux colossaux à travers les véhicules hors-bilan. Les « véhicules » d'investissements sont des filiales créées par les banques pour recueillir leurs titres et les regrouper en de savants mélanges, visant à l'optimisation du couple formé par le risque et la rentabilité. Une banque se débarrasse de ses créances en se les vendant à elle-même, à travers les véhicules. Les savants mélanges de titres réalisés au sein des véhicules font oublier qu'ils contiennent des titres sans valeur, des *junk bonds* qui ne disent pas leur nom. Les véhicules n'ont pas de fonds propres, seulement des garanties hors bilan de leur maison-mère. Ce dispositif constitue un mécanisme diabolique qui permet de spéculer sans limite. Comme il n'y a pas, ou peu, de fonds propres en garantie, le jour où le marché se retourne, le défaut apparaît, générant le krach.

La dérégulation des marchés financiers : l'abrogation de Glass Steagall

La réforme fondamentale au cœur de la dérégulation financière fut l'abrogation de la législation antitrust issue du krach de 1929, le Glass-Steagall Act. Carter Glass était représentant de New York à la Chambre et Henry Steagall, sénateur de l'Alabama. Tous deux étaient des Démocrates : le patricien de la Côte Est, promoteur de la Réserve fédérale quand il était secrétaire au Trésor (créer une banque centrale : « *the perfect distortion* » du marché financier, selon les extrémistes...), et l'ami des fermiers du Sud, ruinés par les raisins de la colère.

Quelques semaines à peine après l'élection de Franklin Roosevelt, à la suite des accusations de la Commission Pecora, Glass et Steagall ont porté tous deux la législation qui a contraint les banques à se scinder. En 1933, il a alors suffi de quelques semaines pour faire adopter une législation qui a obligé les établissements financiers à se scinder. L'analyse a été faite que le krach de 1929 est venu de l'encouragement donné par les banques à la spéculation des particuliers, et de la confusion entre les métiers de banques d'investissement et de banques de dépôt – une banque de dépôt, ce sont des millions de déposants, d'énormes disponibilités financières, mais qui sont des disponibilités liquides, mobilisables à tout moment, et les banques d'investissement, elles, prennent des risques à long terme. Selon le principe fondamental de l'antitrust, on les a donc scindées pour prévenir les abus de position dominante.

La différence frappante, c'est qu'après la rupture politique de l'élection présidentielle de 1932, en quelques semaines dans une atmosphère de crise générale et de rupture politique qui n'a rien à envier à la rupture entre Bush et Oba-

ma, le Congrès a adopté une législation fondamentale, qui a encadré la finance pendant un demi-siècle. Une des mesures-phares du New Deal, dont la force, d'une simplicité biblique, tient en une seule phrase selon la maxime énoncée par Saint-Just : « Il est impossible que l'on gouverne sans laconisme » : à savoir la prohibition d'exercer les deux métiers.

Rien à voir avec les attermolements et les infinies précautions qui ont présidé depuis dix ans à l'adoption de timides mesures de re-régulation, et les milliers de pages de la loi Dodd-Frank. Car on n'a pas encore vraiment pris des mesures pour éviter le retour de ces phénomènes. La « classe spéculative » est toujours là, avide de nouveaux objets spéculatifs – après les tulipes, peut-être aujourd'hui les bitcoins et autres blockchains ?

Le Glass-Steagall Act, véritable bête noire des financiers, s'est trouvé érodé progressivement sous l'influence du lobby bancaire et des ultra-libéraux. La mesure-phare de la dérégulation financière a été l'abrogation de la loi Glass-Steagall, décrétée en 1999 par l'Administration Clinton et par la loi GLB – Gramm-Leach-Bliley –, à l'occasion de la demande de fusion de la grande compagnie d'assurance Travellers et de la banque de dépôt Citibank, le secrétaire au Trésor, Robert Rubin, ayant ensuite rejoint l'état-major de Citibank. De ce point de départ ont proliféré les innovations financières – la titrisation, les véhicules, les CDS, etc.

L'abolition de la « muraille de Chine » qui séparait les activités bancaires spéculatives (la banque d'investissement) des activités sans risque (la gestion des dépôts et des prêts) a eu deux conséquences. Elle a permis aux banques de marchés de disposer d'énormes ressources financières, les ressources des déposants, qui ont des comptes liquides, ce qui a projeté sur les marchés financiers l'énorme masse des dépôts monétaires. En effet, sous le précédent régime de régulation, une banque d'investissement avait du mal à trouver des fonds : des investisseurs qui ont des fonds propres, de riches capitalistes qui investissent, mais ce sont des sommes très limitées par rapport aux immenses ressources des déposants.

Deuxième conséquence de l'abrogation : le principe *too big to fail*, à savoir le risque systémique. Quand une banque de dépôt prend des risques et fait faillite, le gouvernement n'a pas d'autre choix que de la soutenir. Parce qu'autrement, les déposants se rendent compte du fait que leur banquier a joué aux courses avec leurs dépôts, et donc que leurs comptes bancaires sont en réalité sans valeur. Ils se précipitent alors aux guichets des banques pour vider leurs comptes et sauver leur argent, cela s'appelle des *runs*, ou paniques financières, qui engendrent un phénomène de boule de neige. C'est le mécanisme des krachs du XIX^e siècle et de 1929. Dans le monde contemporain, les gouvernements n'ont pas laissé se développer ce fatal mécanisme de la faillite des banques.

Les plans de *bailout*, qui ont été décidés par l'Administration Bush finissante et prolongés par l'Administration Obama, ont représenté environ 5 points de PIB américain, c'est-à-dire près de 1 000 milliards de dollars. Même chose en Europe.

La financiarisation des économistes

À la base idéologique de la dérégulation financière, on trouve le principe EMH, ou *efficient market hypothesis* (l'hypothèse des marchés efficients), qui fut le credo des économistes de cette époque : la théorie qui veut que toute l'information disponible soit intégrée dans les marchés financiers, c'est-à-dire que les marchés vous donnent la vérité économique. Sa conséquence est la dérégulation financière. Car la moindre intervention de l'État dans les marchés financiers est considérée comme nocive, comme une distorsion qui conduit à une désoptimisation néfaste. Comment des bureaucrates régulateurs seraient-ils mieux inspirés que les marchés ?

Le paradigme des marchés efficients est lui-même la conséquence de la révolution monétariste. N'est-ce pas un paradoxe criant que la révolution monétariste qui s'est déployée au début des années 1980 – basée sur la théorie de Milton Friedman attribuant les maux de l'économie à l'inflation et à la dette – doive se conclure dans une dette échevelée ? Il est intéressant de comprendre par quels mécanismes une révolution idéologique condamnant l'endettement se termine dans un endettement colossal.

Les paradigmes changent et la science économique ne dit pas toujours la même chose. Il y a des vérités d'un moment qui deviennent des hérésies à l'époque suivante, et réciproquement. Un exemple : la dette publique, hérésie avant la crise de 1929. La révolution keynésienne a énoncé qu'au contraire, la dette publique est une bonne chose pour permettre le plein-emploi.

Donc la science économique évolue : erreur hier, vérité aujourd'hui. La science économique évolue en fonction de l'époque et des problèmes à résoudre. Elle évolue aussi en fonction des forces sociales dominantes, même si elle est la plus scientifique des sciences sociales.

Aujourd'hui, on n'a pas encore vu de politique alternative émerger. Les acteurs de la crise, que l'on pourrait appeler la « classe spéculative », sont toujours là : les banquiers et les traders sont demeurés les rois de la place.

On n'a pas encore vu beaucoup de vrais changements. À signaler toutefois un début de discipline pour encadrer les paradis fiscaux qui n'ont pas été pour rien dans la spéculation dissimulée. Les gouvernements ont commencé enfin à mener des actions sérieuses contre les paradis fiscaux. Barack Obama, élu de Chicago, travailleur social, brillamment diplômé de Harvard, avait pris position contre les paradis fiscaux. Il a fait plusieurs propositions de lois, avec son ami le sénateur Carl Levin, sénateur du Michigan, pour réclamer un contrôle du manque de transparence des paradis fiscaux.

Pour équilibrer le lobby bancaire financier, il faut une coalition politique très volontariste. Et le président Sarkozy, fin 2008 – alors qu'il y avait une vacance du pouvoir aux États-Unis, due à la transition entre l'Administration Bush et l'Administration Obama –, a pris des initiatives, mais aussi des mesures audacieuses pour réunir le G8, et on a commencé à prendre des mesures sérieuses. Les banques suisses commencent à s'inquiéter des enquêtes

du fisc américain et du FBI, qui ont acquis un pouvoir juridictionnel mondial en menaçant les contrevenants d'interdiction d'accès au marché américain. Et leurs clients qui se croyaient à l'abri se sont aperçus de ce que leur confiance avait été quelque peu trahie sur le secret bancaire.

Mais la classe spéculative est encore là, réfugiée à Singapour, chassée (à peine) de Londres et de New York, même si elle a perdu quelques plumes. Et comme les marchés financiers ont été entraînés à spéculer, ils continuent à spéculer. On n'a guère progressé sur le hors-bilan et les conflits d'intérêts. On a péniblement commencé à imposer des ratios de fonds propres et de liquidités, à rétablir l'antitrust bancaire, la séparation des activités de marché. En France, on a voté une loi bancaire, il y a quelques réformes, mais ce n'est pas la révolution. Glass-Steagall

tient en une ligne : il n'a fallu que trois jours en 1933 pour la faire voter.

Il y a maintenant une dette à rembourser. C'est l'affaire d'une génération, une « génération-dette », comme il y en eut une dans l'entre-deux guerres, pour rembourser les dettes accumulées lors de la Première Guerre mondiale.

Il faut surtout faire évoluer le climat politico-idéologique. Car les idées des économistes mènent le monde. À côté des économistes qui ont cédé aux sirènes des banques, il existe (encore) des ingénieurs-économistes préoccupés de l'économie réelle – l'économie des technologies et des investissements, des usines et des infrastructures, des hommes et des rapports sociaux. Ils doivent prendre la parole pour modifier la vision du monde qui a débouché sur la grande crise contemporaine.