

# La crise des *subprimes* : fin ou mutation du capitalisme ?

par Bernard Thiry

La crise d'aujourd'hui est exceptionnelle à plus d'un titre : son intensité, sa rapidité, sa dimension mondiale. Elle a remis en cause des comportements, des certitudes, des dogmes à tel point que d'aucuns se sont dit qu'elle marquait la fin du capitalisme.

Heureusement, diront certains, malheureusement diront d'autres, la plupart des analystes ne rejoignent pas cette thèse. La crise est certes réelle ; elle est profonde ; elle laissera des traces, comme la crise des années 1930 ou les chocs pétroliers des années 1970-1980. Mais le système capitaliste est résistant, il s'adapte. Il accepte aujourd'hui une intervention des pouvoirs publics plus que massive alors qu'il la rejetait, encore hier, comme le mal absolu.

Au-delà des slogans et des intérêts, il faut s'interroger sur les leçons à tirer de cette crise d'ampleur extraordinaire et pour ce faire, nous nous proposons d'analyser dans un premier temps les causes et les enchaînements qui y ont conduit.

C'est l'objet de la première partie de notre analyse.

La deuxième partie resitue la récession d'aujourd'hui dans la succession de crises que nous connaissons depuis plusieurs décennies et plus particulièrement, elle établit une comparaison entre la grande dépression des années 1930 et la crise des *subprimes* de 2008.

Enfin, dans une troisième partie, nous nous efforçons de tirer quelques enseignements de ces événements exceptionnels. Cette démarche est d'autant plus utile qu'une réplique n'est pas exclue...



Rednuht, *That was supposed to be going up, wasn't it?*, photo prise à la Bourse de São Paulo le 30 avril 2007 (Licence Creative Commons, [http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Sao\\_Paulo\\_Stock\\_Exchange.jpg](http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Sao_Paulo_Stock_Exchange.jpg)).

## I. ORIGINE ET DÉROULEMENT DE LA CRISE

Pour la plupart des Belges, la crise a commencé en 2008 et plus particulièrement en septembre quand ils ont appris que la première banque et premier assureur du pays, FORTIS, était au bord de la faillite. S'en est suivi un vent de panique digne de la crise d'octobre 1929.

Mais, l'origine de la crise d'aujourd'hui est à rechercher dix ans auparavant dans la décision de l'Administration Clinton, de permettre un plus large accès à la propriété immobilière. En 1999, les deux grandes institutions de prêts hypothécaires américaines que sont Freddy Mac et Fanny Mae<sup>1</sup>, commencent à financer des prêts *subprimes* c'est-à-dire des prêts hypothécaires accordés à des familles défavorisées qui ne remplissent pas les critères habituels en matière de crédit. Ces prêts qui permettent un financement de la consommation de nombreux ménages américains et qui souvent impliquent des conditions avantageuses au cours des deux premières années<sup>2</sup>, sont rémunérateurs mais risqués pour les banques. Dès lors, les institutions qui détiennent ces prêts s'efforcent de répartir les risques sur d'autres acteurs et se lancent dans un processus de titrisation : des fonds d'investissement sont créés ; les créances hypothécaires y sont logées et les investisseurs reçoivent une rémunération très attractive alimentée par la bulle immobilière américaine. Bien évalués par les agences de notation, les titres de ces fonds d'investissement se retrouvent bientôt directement ou indirectement dans la plupart des institutions financières du monde à la recherche de rendements à deux chiffres.

<sup>1</sup> Ces deux institutions bénéficiaient de la garantie « morale » de l'État américain. Elles refinançaient environ 40% des prêts hypothécaires aux États-Unis. Voir : Serge Wibaut, « Quelles leçons tirer de la crise financière ? », *Regards économiques*, Louvain-la-Neuve, IRES, décembre 2008, n° 64.

<sup>2</sup> De nombreux prêts *subprimes* étaient dits « 2-28 ». Les mensualités étaient faibles au cours des deux premières années puis grimpaient au cours des 28 années suivantes. Mais pour les emprunteurs cette hausse après deux ans pouvait être évitée en revendant le bien qui entretemps était censé avoir vu sa valeur augmenter.

C'est en 2006 que les premiers signes de la crise se manifestent. La Banque fédérale américaine, en remontant ses taux d'intérêt, rend les prêts hypothécaires à taux variable de plus en plus coûteux pour les ménages endettés et le taux de défaut<sup>3</sup> augmente. Les prix de l'immobilier amorcent un mouvement descendant et les *subprimes* génèrent des pertes importantes pour les banques qui les détiennent directement ou indirectement. Se développe alors un long mouvement de contagion, marqué par une méfiance croissante sur le marché interbancaire. Les institutions les plus dépendantes du crédit bancaire pour le financement de leurs activités sont de plus en plus fragilisées.

En septembre 2007, la banque britannique Northern Rock est la première banque de détail à être victime de la crise. Elle sera finalement nationalisée en février 2008. En septembre de la même année, Fanny Mae et Freddy Mac sont *de facto* nationalisés. Beaucoup d'institutions sont éprouvées, mais le système tient bon grâce aux interventions grandissantes des pouvoirs publics.

Le 14 septembre, la situation bascule. Le gouvernement américain laisse la quatrième banque d'affaire du pays, Lehman Brothers, tomber en faillite, peut-être parce qu'elle a moins d'impact direct sur l'économie américaine, peut-être pour une raison de règlement de comptes personnels, peut-être pour des motifs doctrinaux (il faut que la discipline du marché soit respectée et que, dès lors, au moins un de ceux qui ont fauté soit sanctionné). Le principe *too big to fail* (trop important pour tomber en faillite) ne s'applique plus et la crise de confiance se généralise. Il n'y a plus de prêts interbancaires, les banques nourrissent une méfiance mutuelle. Les autorités politiques interviennent pour sauver les institutions financières les plus exposées. À défaut d'une telle intervention, c'est tout le système bancaire qui se serait effondré par un jeu de dominos avec, pour conséquence, une crise économique sans précédent. Nous avons été à un millimètre du précipice mais nous n'y sommes pas tombés, cette fois en tout cas.

Les interventions politiques sont de trois ordres : garantie des États pour les crédits interbancaires, octroi de lignes de crédit supplémentaires et recapitalisation des institutions qui en ont besoin.

La Belgique est particulièrement concernée : la Banque nationale de Belgique alimente en liquidités les institutions financières ; le groupe Fortis est démantelé ; Dexia et Ethias sont lourdement recapitalisés par les États ; KBC est sauvée au prix de coûteuses garanties et d'une sévère cure d'amaigrissement. Au niveau mondial, les cours des actions chutent, l'indice S & P 500<sup>4</sup> tombe de 38,5% en 2008 et le BEL20<sup>5</sup> perd 54% ! La descente continue jusqu'en mars 2009.

La crise de confiance, alimentée par une presse sensationnaliste, se propage au-delà des activités financières. Les consommateurs et les entreprises réduisent leurs dépenses dans un climat d'insécurité généralisé. Les achats de voitures s'effondrent, les dépenses d'investissement sont reportées à plus tard et la crise financière devient une crise économique qui s'étend à l'ensemble des secteurs.

Nous sommes aujourd'hui au milieu de cette crise économique. Les institutions financières sont en convalescence. L'activité économique a chuté de plus de 3% en 2009 et on nous annonce une timide reprise à la mi-2010.

Le chômage qui réagit toujours avec retard au retournement conjoncturel, s'accroîtra encore au moins jusqu'en 2011. On évoque le chiffre de 10% en 2011 contre 7% avant la crise, soit 180 000 chômeurs en plus.

Les finances publiques subissent le choc de la crise : le déficit public pourrait atteindre 6% du PIB et la dette dépassera à nouveau, en 2010, les 100% du PIB, niveau qu'elle n'avait plus atteint depuis 2002.

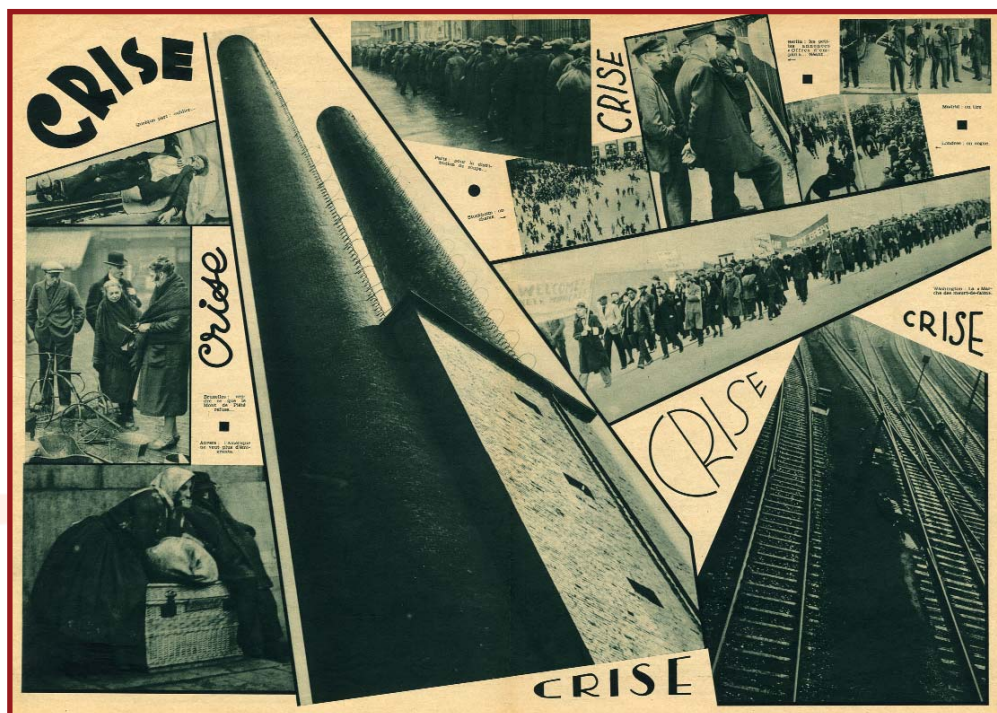
<sup>3</sup> Le taux de défaut correspond au pourcentage de ménages ne pouvant pas respecter les obligations liées à leur emprunt hypothécaire.

<sup>4</sup> Indice des cinq cents principales valeurs négociées à la Bourse de New York.

<sup>5</sup> Indice des vingt principales valeurs négociées à la Bourse de Bruxelles.

Cette détérioration s'explique également par les interventions publiques massives au bénéfice des institutions financières bien qu'une partie de celles-ci soient des garanties ou des prêts assortis de taux d'intérêt ou des participations en capital donnant droit à des dividendes futurs. Pour ne rien arranger, après une inflation anormalement forte en 2008 (4,5%) et une stagnation des prix en 2009, de nombreux analystes mettent en évidence la menace d'une reprise de l'inflation alimentée par les abondantes liquidités injectées dans le système économique.

## II. LA PLUS GRANDE CRISE DEPUIS QUATRE-VINGTS ANS



*Tout*, n°21, 3 juin 1932 (coll. IHOES, Seraing).

La crise d'aujourd'hui est indéniablement la plus forte depuis celle de la Grande Dépression et certains n'hésitent pas à aller jusqu'à écrire que « la crise des années 30 est devant nous »<sup>6</sup>. Depuis l'établissement de comptes nationaux en Belgique<sup>7</sup> (1953), c'est la plus grave décroissance jamais enregistrée : un peu plus de -3% en 2009. Ce n'est toutefois pas la première crise de l'après-guerre. Nous avons, en effet, enregistré quatre années de décroissance depuis 1953 :

- **1958** : (-0,5%) suivie par les *golden sixties* qui s'achèvent brutalement par le premier choc pétrolier (hiver 1973-1974 et les dimanches « sans voiture »<sup>8</sup>) ;
- **1975** (-1,9%) et **1981** (-0,3%), les années perturbées des chocs pétroliers et des difficiles ajustements de l'économie belge à un nouvel environnement caractérisé par la hausse du chômage et l'inflation, « cocktail » de ce que l'on a appelé la stagflation (condensé des termes stagnation et inflation) ;
- **1993** (-1%), année de la guerre du Golfe qui engendre une récession de courte durée marquant brutalement la fin d'une décennie de croissance (1984-1992).

<sup>6</sup> François Lenglet, *La crise des années 30 est devant nous*, Paris, Perrin, 2008.

<sup>7</sup> Les comptes nationaux sont l'ensemble des méthodes qui permettent de calculer la production totale de l'économie belge au cours d'une année.

<sup>8</sup> Au cours de l'hiver 1973-1974, le gouvernement belge a interdit pendant plusieurs dimanches l'utilisation des véhicules privés afin de réduire les importations de pétrole.

À plusieurs reprises, des bulles spéculatives ont éclaté, affectant les indices boursiers. Pensons, par exemple, à l'éclatement de la bulle Internet et à la chute des marchés boursiers entre juin 2000 et mai 2003 qui ont éloigné durablement les investisseurs des actions.

Cela étant, la gravité de la crise d'aujourd'hui amène inévitablement à dresser une comparaison entre cette crise et celle des années 1930.<sup>9</sup>

Le premier point à souligner, c'est que la crise d'aujourd'hui est de moindre ampleur que celle des années 1930. Entre 1929 et 1933, la production réelle a plongé de près de 30% aux États-Unis le taux de chômage a culminé à 25% et les prix ont diminué de près de 10% par an. L'indice Down Jones<sup>10</sup> a diminué de 89% de septembre 1929 à juillet 1932 ! En Belgique, le PIB aurait diminué de 10% entre 1930 et 1934<sup>11</sup>. Comme je l'ai déjà mentionné, nous avons vraisemblablement frôlé une catastrophe de même ampleur mais le danger semble aujourd'hui écarté, du moins momentanément.

Les causes et les principaux éléments des deux crises présentent par ailleurs des points de convergence.

Dans les deux cas, une bulle spéculative s'est formée grâce à de l'argent bon marché. Dans les années 1920, des milliers d'Américains spéculaient en bourse grâce à des prêts consentis par les banques. Le Down Jones a grimpé de 400% de 1924 à 1929. Dans les années 2000, alimentée par les *subprimes* et la bulle immobilière, la bourse américaine a également connu une période d'exubérance, l'indice Down Jones doublant de 2002 à 2007.

La hausse des taux d'intérêt par les autorités monétaires a également dans les deux cas allumé la mèche, engendrant la chute des cours boursiers et l'insolvabilité des investisseurs en 1929 ; la croissance des taux de défaut et l'éclatement de la bulle immobilière en 2006-2007.

L'image de banques en faillite, les files d'épargnants retirant leur argent, malheureusement l'un ou l'autre suicide de personnes ruinées sont d'autres points communs entre 1929 et aujourd'hui.

Cela étant, ce sont aujourd'hui les intermédiaires financiers qui sont les principaux responsables de la crise alors qu'en 1929, la responsabilité revenait davantage aux spéculateurs individuels. La principale différence réside dans l'intervention des autorités publiques qui se sont, aujourd'hui, mobilisées pour soutenir banques, épargnants et activité économique, alors que dans les années 1930, nombre d'épargnants ont été ruinés par les faillites bancaires et qu'au nom d'une orthodoxie budgétaire, les États se sont interdits de soutenir l'activité économique. Aujourd'hui, hommes politiques de gauche ou de droite, économistes « friedmaniens »<sup>12</sup> ou keynésiens<sup>13</sup>, tous, à l'exception des partisans de la destruction pure et simple du système capitaliste, ont pris la dimension du problème et mènent une politique de soutien massif qui s'apparente à une politique keynésienne de soutien actif de l'économie. Par ailleurs, le recours à des mesures protectionnistes qui fut la règle dans les années 1930, ne constitue plus aujourd'hui, à l'heure de la mondialisation, que l'exception, bien que les tentations soient grandes.

<sup>9</sup> Pour la crise des années 1930, le lecteur peut se référer à deux ouvrages : John Kenneth Galbraith, *La crise économique de 1929*, Paris, Petite Bibliothèque Payot, 2008 et Milton Friedman & Anna Jacobson Schwartz, *The Great Contraction*, Princeton University Press, Princeton, 1963. Ces auteurs ont des orientations idéologiques opposées : le premier, critique par rapport au système, et les seconds, ultralibéraux.

<sup>10</sup> Indice des principales valeurs industrielles négociées à la Bourse de New York.

<sup>11</sup> Erik Buyst, « New GNP estimates for the Belgian economy during the interwar period », *Review of income and wealth*, Series 43, Number 3, Septembre 1997, p. 357-375.

<sup>12</sup> Du nom de Milton Friedman, prix Nobel d'Économie, défenseur des thèses les plus libérales, monétariste et fondamentaliste de la liberté de marché.

<sup>13</sup> Du nom de John Maynard Keynes qui révolutionna la pensée économique dans les années 1930 en démontrant l'importance du soutien par les États de la demande dans l'économie.

### III. QUELLES LEÇONS TIRER DE LA CRISE

La crise d'aujourd'hui a mis en évidence de nombreux dysfonctionnements qui sont, à des degrés divers, responsables de la crise :

- La mise au point de produits financiers de plus en plus complexes, que seule une infime minorité de spécialistes comprennent. De ce fait, de nombreuses institutions ont investi sans mesurer correctement les risques courus.
- L'exposition trop grande de certaines institutions aux crédits interbancaires, fragilisant leur position en cas d'assèchement de ce type de financement ou de renchérissement.
- Le développement de normes comptables qui appellent *fair value* (c'est-à-dire valeur correcte) ce qui n'est qu'une valeur de marché soumise aux aléas d'un marché boursier souvent trop optimiste ou trop pessimiste. Ces normes accentuent le caractère « pro-cyclique<sup>14</sup> » de la gestion des institutions financières.
- La défaillance des agences de notation qui n'ont pas pris la correcte mesure des risques présents dans de nombreux produits financiers et/ou dans de nombreuses institutions financières.
- La recherche effrénée de profit à court terme. Cette recherche a été stimulée par des modes de rémunération des dirigeants et des *traders* les incitant à prendre trop de risques et à maximiser la valeur boursière à court terme. Comme le souligne Jacques Attali, c'est la cupidité qui apparaît clairement comme le moteur du capitalisme financier.<sup>15</sup> Les conseils d'administration et les organes de régulation n'ont sans doute pas exercé suffisamment les contrôles dont ils étaient chargés.

Mais au-delà de ces dysfonctionnements qui appellent autant de réponses, trois conclusions me semblent essentielles :

- 1.** Le monde économique et financier est de plus en plus complexe, imbriqué. La mondialisation dans le domaine de la banque est une réalité évidente et face à ce constat, les modes de régulation et de contrôle doivent être repensés. C'est un défi majeur pour nos dirigeants qui doivent coordonner et renforcer les contrôles et régulations au niveau international sans créer de déficit démocratique complémentaire.
- 2.** Le mythe du marché auto-régulé a du plomb dans l'aile sauf à considérer que l'éclatement des bulles spéculatives (deux en dix ans !) est un mécanisme d'auto-régulation des marchés. Par ailleurs, on a assisté avec pragmatisme à un retour de l'État comme garant en dernier ressort du système économique et financier. Pendant des années, les défaillances de la gestion publique ont eu plus de place dans les manuels d'économie que les défaillances du marché. De même, les écoles de gestion ont enseigné comment faire du profit sans nécessairement replacer cet objectif dans un cadre d'évolution et de pensée économique et sociale. Cela étant, le retour de l'État comme acteur économique majeur et la crise de légitimité du marché ne sont peut-être pas « éternels »...
- 3.** Cette crise met enfin en évidence la fragilité de notre système économique et sociale. Le moindre accroc dans la croissance met les travailleurs au chômage, les finances publiques et privées dans le rouge et place la sécurité sociale en tension. Notre système est basé sur la croissance. Or, du fait des contraintes planétaires et de la concurrence entre les grandes zones économiques, le risque est grand que la croissance en Europe ne se maintienne pas !

<sup>14</sup> On qualifie de « pro-cyclique », un élément qui, en cas de croissance, accentue celle-ci et, en cas de récession, la renforce.

<sup>15</sup> Jacques Attali, *La crise et après ?*