

# La crise ? Trop d'agiotage, trop de crédit, pas assez de vrai capital !

Article rédigé par *Jacques Bichot\**, le 10 décembre 2008

On parle beaucoup de refonder le capitalisme. Deux économistes de Chicago suggéraient même, à l'issue de la précédente crise boursière, de sauver le capitalisme des capitalistes [1].

Mieux vaudrait songer à débarrasser notre système économique et financier de toutes sortes de pratiques qui parasitent la vraie création de valeur (produire des biens et des services utiles, pas faire monter artificiellement le cours des actions) réalisée par les travailleurs...et les pourvoyeurs de capitaux. En effet la crise actuelle, comme plusieurs de celles qui l'ont précédé, n'a pas pour cause des comportements capitalistes au sens normal du terme, c'est-à-dire l'accumulation de capitaux propres en vue de la production, de la vente et du profit. Elle provient tout au contraire de tentatives faites pour utiliser le moins possible de fonds propres, pour remplacer ceux-ci par des emprunts et des produits dérivés.

## Le profit et son rôle

Le ver s'est introduit dans le fruit, comme il arrive souvent, par son point faible : la recherche d'un taux de profit déraisonnable – la fameuse norme des 15 %, puis 20 %, voire 25 %, de rendement pour les fonds propres.

Les classiques, il y a deux siècles, avaient parfaitement expliqué la façon dont le profit se forme, et le rôle joué au sein de l'économie par certains taux de profit particulièrement élevés.

De tels taux apparaissent quand est découvert un procédé permettant de répondre à un besoin encore insatisfait, ou d'abaisser drastiquement les prix de revient. Les pionniers font alors temporairement des super-bénéfices ; ensuite arrivent quantité de capitalistes suiveurs, et les taux de profit redeviennent ordinaires dans ces activités comme dans la plupart des autres.

Les taux élevés qui récompensent l'innovation au service d'une demande solvable sont très utiles, d'abord pour stimuler l'innovation, qui comporte généralement des risques importants, puis pour faire affluer les capitaux dans les domaines où l'offre est faible au regard de la demande. Les différences de taux de profit (entre secteurs, entreprises, pays, etc.) sont autant de signaux qui contribuent à une réallocation permanente des fonds propres pour qu'ils servent à produire le plus possible ce que souhaitent les ménages.

Le bon fonctionnement de l'économie de marché, respectueuse de la souveraineté du consommateur, est gravement perturbé lorsque des profits élevés sont obtenus par d'autres moyens que l'innovation et l'adéquation aux besoins ou désirs des consommateurs : par exemple écarter les concurrents par des méthodes déloyales ou violentes, ou encore prendre d'énormes risques en parvenant à les dissimuler [2]. Certaines opérations financières ont précisément cet effet (et le cas échéant ce but) : au cours de la dernière décennies, grâce à une sorte d'alchimie financière dont bien peu de professionnels et de superviseurs comprenaient les tenants et aboutissants, des taux de profit très élevés ont été obtenus en prenant des risques que la plupart des agents ont fortement sous-estimé, jusqu'à ce que des sinistres de grande ampleur se produisent.

## Mondialisation, taux de profit et excès d'endettement

Pourquoi cette course aux résultats mirobolants obtenus par agiotage, c'est-à-dire par des procédés qui détériorent la qualité de l'information [3] ? Sans prétendre qu'il existe une cause unique, un facteur important mérite examen.

L'exploitation d'immenses gisements de main d'œuvre à bon marché dans certains pays en développement est un aspect de la mondialisation qui a offert une opportunité de profits extraordinaires à plus de capitaines d'industrie que d'habitude : il est plus facile d'abaisser les prix de revient en faisant fabriquer en Chine qu'en mettant au point un procédé révolutionnaire. L'exception fut instaurée en règle, en norme contraignante, dans les milieux d'affaires et les *Business Schools*. Le chef d'entreprise qui dégageait bon an mal an un profit net de 2 à 5 % fut montré du doigt comme *minus habens*. Pour apparaître digne de présider aux destinées d'une grande entreprise, ou d'un fonds d'investissement, il fallut atteindre les taux de profit de 15 ou 20 % qui avaient été érigés en norme.

Comment y parvenir ? Grâce à l'effet de levier. Peu de capitaux propres, beaucoup d'emprunts : quand le taux du crédit est modeste, cette formule permet de booster les profits, au prix d'un accroissement considérable des risques [4]. Les grandes entreprises se mirent à racheter leurs propres actions pour remplacer leur capital social par de la dette ; les fonds achetèrent des entreprises, non plus tellement à l'aide de l'argent de leurs commanditaires, mais principalement en empruntant. Le volume de dettes progressa bien plus vite que la production, la consommation et l'investissement. D'ailleurs, on en arrive à ne plus bien savoir ce qu'est l'investissement : tout placement financier bénéficie de cette dénomination, même s'il ne sert

en rien à augmenter le capital réel, à savoir les moyens de production et de commercialisation (matériel, technologie, organisation).

Il résulta de ces pratiques, diamétralement opposées au capitalisme classique, une forte augmentation des risques courus non seulement par les apporteurs de capitaux propres, mais aussi par les prêteurs. La demande de moyens de couverture explosa en conséquence. Certains producteurs de tels instruments, souvent basés sur des modèles mathématiques et probabilistes plutôt mystérieux pour les non initiés, virent le parti qu'ils pourraient tirer de la complexité des procédés et de la crédulité de ceux qui recouraient à leurs services : le marché des produits dérivés devint semblable à celui des traitements pour maladies graves, où les charlatans côtoient l'offre médicale la plus sérieuse.

Se croyant protégés par des grigris financiers tels que les fameux *credit default swaps* (CDS), la titrisation assortie (en principe) d'une hiérarchisation des risques, etc., de grands malades s'abstinrent de tout traitement efficace, jusqu'à ce que la gravité de leur état devienne visible à l'œil nu. Quelques-uns sont morts, d'autres sont hospitalisés dans les services publics de réanimation : dans tous les cas ils ne sont plus à même de faire convenablement leur métier, ce qui perturbe l'économie réelle.

Tout cela ne se serait pas produit si le capitalisme n'avait pas été remplacé par une espèce de croyance collective au Père Noël financier : la possibilité de faire fonctionner l'économie en remplaçant les fonds propres par une prolifération de crédits et de produits dérivés.

### **La diminution mondiale des taux d'impôt sur les sociétés**

Un autre facteur de fragilité des entreprises, peu connu, est le succès du lobbying en faveur de la baisse des taux d'imposition des bénéfices.

Du fait de la mondialisation, chaque lobby patronal national put convaincre les pouvoirs publics de son pays qu'il fallait absolument alléger l'imposition des sociétés, pour que celles-ci puissent affronter la concurrence internationale. En l'absence d'autorité mondiale capable d'interdire aux États de faire passer le taux de l'impôt sur les sociétés (IS) en dessous d'un certain taux, la concurrence fiscale fit rage.

La baisse de l'IS fut suffisamment rapide pour donner un sérieux coup de pouce aux bénéfices nets. Les effets de ce coup de pouce vont se dissiper au cours du temps mais, dans une perspective à court terme, il permit aux responsables de grandes entreprises de s'approcher plus facilement des mythiques 15 % de rendement des fonds propres.

Sans doute vous demandez-vous, ami lecteur, comment il se fait que l'auteur de ces lignes, économiste libéral, puisse voir dans la baisse mondiale des taux d'IS l'un des facteurs de la crise. En effet, un puissant bourrage de crâne présente depuis longtemps l'IS comme un obstacle au bon fonctionnement des entreprises et donc de l'économie. Mais en réalité, un taux d'IS de l'ordre de 50 % serait excellent pour les entreprises, dès lors que toutes y seraient soumises partout dans le monde.

Pourquoi cela ? Parce que le jeu des marchés concurrentiels fixe le taux de profit net (profit après IS) et non le taux de profit brut (avant IS). Si l'on ramenait sur la planète entière le taux de l'IS de 50 % à 0 %, les entreprises feraient (après une période d'adaptation) les mêmes profits nets qu'auparavant, mais avec des profits bruts, c'est-à-dire des marges, deux fois moindres. Or une entreprise est d'autant plus fragile que ses marges sont modestes. Un à-coup conjoncturel fait-il baisser la marge de 10 points, si cette baisse la ramène de 10 % à 0 % l'entreprise souffre beaucoup moins que si sa marge tombe de + 5 % à - 5 %.

Autrement dit, un taux d'IS élevé (sans être exagéré !) constitue pour les entreprises un amortisseur intervenant avant cet amortisseur ultime que sont les fonds propres. Supprimer l'IS, c'est réduire les marges brutes et donc exposer les fonds propres de plein fouet aux chocs conjoncturels. Là encore, le résultat est un accroissement des risques.

Au cours des quinze dernières années, il y a eu conjonction au niveau mondial entre ces deux évolutions fragilisantes pour les entreprises : financement axé sur les emprunts plutôt que sur les fonds propres, et diminution de l'IS. Les deux amortisseurs ont été affaiblis, ce qui a pour conséquence inéluctable de faire du moindre nid de poule la cause d'un cahot majeur.

### **Le capitalisme a été parasité...**

Mettre en commun des ressources qui ne doivent rien à personne, dans le but de produire et de vendre ce dont les hommes ont besoin, et en tirer des bénéfices suffisants pour continuer à investir, tel est l'esprit du capitalisme. Cet esprit-là n'a rien à voir avec l'épouvantail contre lequel certains tirent à boulets rouges : il est parfaitement compatible avec une conception de l'économie au service de l'homme.

Hélas, depuis des siècles – souvenons-nous de la rue Quincampoix – l'agiotage est le parasite attitré (pardonnez ce jeu de mots) du capitalisme. Cet hôte indélicat a proliféré ces dernières décennies à un point tel qu'il a dangereusement affaibli son porteur. Ce qu'il faut à celui-ci pour retrouver sa vigueur, et recommencer à jouer pleinement son rôle en faveur de la croissance, de l'emploi, et finalement des hommes, c'est en somme une bonne cure de vermifuge.

Un tout récent petit livre de Michel Aglietta [5] explique fort bien comment le crédit consenti pour acquérir

du patrimoine existant, dont on assimile la hausse du prix de marché à une création de valeur, est générateur de bulles financières, ces dernières années comme en 1929. Il expose comme je l'avais fait dans ces colonnes la différence fondamentale qui distingue les marchés financiers des marchés de biens et services. Et il pointe du doigt le danger qu'engendre un remplacement de l'étude personnalisée des demandes de crédit par l'usage presque exclusif de modèles probabilistes de risque de crédit.

### **... par une structure de péché**

Tout cela devrait nous ramener aux fondamentaux du capitalisme, qui n'a rien à voir avec un système inhumain dans lequel tous les moyens seraient bons pour gagner de l'argent. Le capitalisme est l'opposé du créditisme, si l'on permet ce néologisme : c'est l'accent mis sur le financement par fonds propres ; c'est le choix d'un lien étroit entre l'économie réelle (investissement, production, vente, consommation) et la finance.

Bien entendu, on peut se comporter de façon inhumaine et immorale en tant que capitaliste : le comportement éthique, soucieux du bien commun et de la dignité des personnes, ou son inverse, sont de la responsabilité de chaque homme. Mais il est nettement plus facile de respecter nos semblables et de servir l'intérêt général en tant que capitaliste qui risque sa fortune personnelle pour investir, produire et vendre, qu'en tant qu'agioteur prétendant créer de la valeur par une sorte d'alchimie financière, et faisant prendre des risques surtout aux autres.

Dans ce sens, la finance de crédit hypertrophié et d'agiotage qui s'est mise en place progressivement depuis quelques décennies a les caractéristiques de ces ensembles d'institutions, de normes, de coutumes, de mécanismes que Jean-Paul II avait appelé structures de péché.

Sans développer longuement cette notion à laquelle Denis Lensel et moi avons consacré un ouvrage [6], rappelons simplement l'essentiel : les comportements individuels mauvais façonnent, par leur accumulation et leur synergie, des structures qui les facilitent, qui rendent plus difficiles, et parfois très difficiles, les bons comportements. Par exemple, si le fait de ne pas tout tenter pour atteindre 15 % de rendement des capitaux propres vous disqualifie aux yeux de vos pairs, que faire ? Ne pas se salir les mains risque fort de conduire à n'en plus avoir : d'autres assumeront vos responsabilités, en ayant moins de scrupules.

Les plus honnêtes, les plus clairvoyants, les plus humanistes, se trouvent ainsi pris au piège, obligés de composer avec le système, en essayant de rester en retrait du pire, ou de passer la main. Les structures de péché sont à l'origine de bien des cas de conscience !

La crise, à cet égard, fournit une occasion qu'il ne faut pas manquer. Elle dévoile en effet le vrai visage de toutes sortes de normes et de pratiques qui bénéficiaient d'un formidable engouement : il devient donc possible de s'en démarquer, d'expliquer que manger de ce pain frelaté ne mène à rien, et que le bon management consiste en fait à rompre avec ces manières de faire. C'est un aspect de la destruction créatrice que Schumpeter n'avait sans doute pas envisagé, mais qui revêt une extrême importance : il y a des moments propices pour faire le ménage parmi des instruments et des normes qui mènent au désastre, et les remplacer par d'autres. La crise actuelle est un de ces moments.

Il s'agit, pour reprendre les termes de Paul, de dépouiller le vieil homme pour revêtir l'homme nouveau. S'agissant de structures, ce vieil homme est collectif, et cet homme nouveau l'est aussi ; mais, de même que la structure de péché s'est construite par agrégation de millions d'actions individuelles mauvaises, de même la structure saine sera-t-elle le résultat de millions d'actions individuelles bonnes et intelligentes.

### **Le monde a un besoin immense de capitaux propres ... dans les deux sens du qualificatif**

L'humanité a des besoins gigantesques de capitaux pour préparer l'avenir de 8 milliards d'hommes sur une planète dont les limites apparaissent de plus en plus contraignantes. Le vingtième siècle a connu la croissance démographique la plus prodigieuse de l'histoire humaine, si bien que la première partie du programme de la Genèse ( emplissez la terre et soumettez-la ) est très avancée. Il y aura davantage de difficultés pour la soumettre, c'est-à-dire l'aménager sans la détériorer.

Le temps pour y parvenir nous est compté, car les Chinois, les Indiens, et beaucoup d'autres, entendent bien ne plus se contenter d'un bol de riz. Le développement est en marche ; pour qu'il s'agisse d'un développement durable, soutenable, il va falloir investir comme jamais l'humanité n'a investi à ce jour. Les 40 % du PIB consacrés à l'investissement en Chine chaque année depuis dix ans donnent une idée de l'effort à accomplir.

Ce n'est donc pas le moment de jeter le capitalisme avec l'eau du bain délétère dans lequel l'agiotage l'a plongé. Lui seul, débarrassé des parasites qui viennent de le rendre malade, est à même de permettre à l'humanité de vivre correctement sur une terre densément peuplée.

S'il est utile pour cela d'avoir une attitude écologique à l'égard de la nature, il ne l'est pas moins de développer ce que l'on pourrait appeler un écologisme économique et financier. Regardons les images d'archive qui nous montrent l'environnement dégradé par les premières extractions à grande échelle de la houille puis des hydrocarbures : elles nous donnent une idée de ce que nous venons de faire dans le champ

de la finance.

Puisse la crise sonner le glas de la finance sale, et que se multiplient les capitaux deux fois propres !

[1] R. G. Rajan & L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, New-York, Crown Business, 2003

[2] Les informations transmises par les banques et sociétés financières au début de la crise financière étaient le plus souvent bien lénifiantes : pieux mensonges pour ne pas amplifier la panique, mauvais systèmes d'information de ces organismes, empêchant leurs dirigeants d'être au courant des réalités, ou mélange des deux ?

[3] L'agiotage consiste le plus souvent à faire prendre aux autres des vessies pour des lanternes, pour faire des gains à leurs dépens.

[4] Le *leverage buy out* et ses compléments plus subtils constituent l'équivalent en finance du dopage en compétition sportive : ils permettent à des personnes ayant des dons assez ordinaires de réaliser des performances étonnantes, et fait courir à ces personnes et au système des risques accrus. Dans les deux cas, on observe une prolifération de techniques sophistiquées destinées à rendre le dopage difficile à détecter.

[5] M. Aglietta : *La Crise : Comment en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?* Editions Michalon, nov. 2008.

[6] J. Bichot et D. Lenseil : *Les Autoroutes du mal*, Presses de la Renaissance, 2001.