

EYROLLES PRATIQUE

# Comprendre les crises financières



EYROLLES

## Dans la même collection

- *Comprendre l'hindouisme*, Alexandre Astier
- *Petite histoire de l'Inde*, Alexandre Astier
- *Les maîtres spirituels de l'hindouisme*, Alexandre Astier
- *Communiquer en arabe maghrébin*, Yasmina Bassaïne et Dimitri Kijek
- *QCM de culture générale*, Pierre Biélande
- *Le christianisme*, Claude-Henry du Bord
- *La philosophie tout simplement*, Claude-Henry du Bord
- *Comprendre la physique*, Frédéric Borel
- *Marx et le marxisme*, Jean-Yves Calvez
- *Comprendre le catholicisme*, Jean-Yves Calvez, Philippe Lécrivain
- *L'histoire de France tout simplement*, Michelle Fayet
- *Comprendre l'ésotérisme*, Jean-Marc Font
- *Citations de culture générale expliquées*, Jean-François Guédon et Hélène Sorez
- *Psychologie de base*, Gheorghii Grigorieff
- *QCM Histoire de France*, Nathan Grigorieff
- *Citations latines expliquées*, Nathan Grigorieff
- *Philo de base*, Vladimir Grigorieff
- *Religions du monde entier*, Vladimir Grigorieff
- *Les philosophies orientales*, Vladimir Grigorieff
- *Les mythologies tout simplement*, Sabine Jourdain
- *Découvrir la psychanalyse*, Edith Lecourt
- *L'histoire des civilisations tout simplement*, Eliane Lopez
- *Comprendre l'islam*, Quentin Ludwig
- *Comprendre le judaïsme*, Quentin Ludwig
- *Comprendre la kabbale*, Quentin Ludwig
- *Le bouddhisme*, Quentin Ludwig
- *Les religions tout simplement*, Quentin Ludwig
- *La littérature française tout simplement*, Nicole Masson
- *Dictionnaire des symboles*, Miguel Mennig
- *Histoire du Moyen Age*, Madeleine Michaux
- *Histoire de la Renaissance*, Marie-Anne Michaux
- *Les mots-clés de la géographie*, Madeleine Michaux
- *La culture générale tout simplement*, Madeleine Michaux
- *Découvrir la philosophie antique*, Cyril Morana et Eric Oudin
- *Chopin*, Sylvie Oussenko
- *L'opéra tout simplement*, Sylvie Oussenko
- *Découvrir la franc-maçonnerie*, Alain Quéruel
- *Citations philosophiques expliquées*, Florence Perrin et Alexis Rosenbaum
- *L'Europe*, Tania Régin
- *200 femmes célèbres*, Yannick Resch
- *Citations historiques expliquées*, Jean-Paul Roig
- *Histoire du XX<sup>e</sup> siècle*, Dominique Sarciaux
- *QCM d'économie*, Marion Stuchlik et Jean-François Guédon
- *QCM Histoire de l'art*, David Thomisse
- *Comprendre le protestantisme*, Geoffroy de Turckheim
- *Petite histoire de la Chine*, Xavier Walter

Éditions Eyrolles  
61, Bd Saint-Germain  
75240 Paris Cedex 05  
[www.editions-eyrolles.com](http://www.editions-eyrolles.com)

Mise en pages : Istria



Le code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans les établissements d'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de Copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2009  
ISBN 978-2-212-54322-3

À mes parents

Je remercie vivement Thomas Brand, Benjamin Carton, Fabrice Montagné, Olivier Passet, Robert de Quelen et Stéphane Quéraud pour leurs relectures et leurs réactions. S'il reste, malgré leurs conseils, encore des erreurs factuelles ou de jugement, c'est que je ne les aurais pas assez écoutés.

Cet ouvrage ne saurait engager mes employeurs passés, présents ou futurs.



# Sommaire

Préface .....	9
Introduction. Des événements majeurs... apparemment oubliés ....	11
Chapitre 1 : Quelques grandes crises « historiques » .....	23
Chapitre 2 : Les crises contemporaines .....	37
Chapitre 3 : Tentatives d'explications des crises financières .....	59
Chapitre 4 : Pourquoi et comment les crises financières se propagent-elles ? .....	85
Chapitre 5 : Les moyens pour limiter l'effet des crises financières ..	107
Chapitre 6 : Quels moyens pour prévenir les crises financières ?... ..	125
Conclusion. La fin du capitalisme liquide ? .....	143
Bibliographie .....	149
Index .....	151
Table des matières .....	153



## Préface

La crise financière qui s'est déclenchée en août 2007 est exceptionnelle par son ampleur et déjà par ses répercussions économiques et sociales. Début 2009, elle est loin d'être terminée, et personne ne peut raisonnablement prédire le calendrier de sortie.

C'est la crise la plus grave depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Rétrospectivement, le krach de 1987, la crise asiatique de 1997 ou l'affaire Enron paraissent seconds en comparaison de ce qui se passe depuis le milieu de 2007. Le choc a été mal anticipé, par presque tout le monde, et surtout nous sommes passés de mauvaise surprise en mauvaise surprise, avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et le scandale Madoff en décembre 2008.

Cette crise inachevée est d'abord un drame pour ceux qui ont perdu ou risquent de perdre leur emploi. Elle crée aussi une « fenêtre de tir » pour corriger les excès de la finance virtuelle, redéfinir les règles du jeu de la finance mondiale en ayant en tête les exigences de stabilité, de transparence et d'éthique, et pour élaborer une nouvelle gouvernance mondiale. Ce qui va se passer dans les mois qui viennent dans le cadre du G20 (le « nouveau Bretton Woods ») sera, je l'espère, déterminant pour notre avenir. Aussi décisif que l'a été, en son temps, le premier Bretton Woods ? Nous verrons bien...

Dans un marché déjà encombré de nouveaux ouvrages sur le même thème, le livre d'Olivier Lacoste se distingue par sa clarté et son « efficacité ». En peu d'espace, l'auteur dit tout, et avec un grand talent

pédagogique, sur l'histoire des crises financières, les causes et les conséquences de celle en cours, les leçons de ce que nous vivons actuellement pour une meilleure prévention des chocs. L'intervention massive des banques centrales et des États est également analysée en profondeur.

Pour un professeur, ses anciens élèves représentent en quelque sorte ses « stocks options », à cette différence près – et de taille ! – avec les actions que leur valeur ne joue pas au yo-yo... Le professeur est, ici, fier de la synthèse et de l'éclairage apportés par son ancien élève.

Christian de Boissieu

Président du Conseil d'analyse économique

Professeur à l'université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Introduction

# Des événements majeurs... apparemment oubliés



Les crises financières constituent des paradoxes surprenants.

- ▶ D'un côté, elles sont des événements majeurs, parfois des ruptures, qui peuvent ébranler aussi bien le monde réel que celui des idées.
- ▶ D'un autre côté, elles présentent, pour beaucoup d'entre elles, des caractéristiques communes qui devraient constituer des signaux d'alerte à chaque fois que les conditions semblent se mettre en place pour le déclenchement d'un nouveau krach. Et, pourtant, tout se passe à chaque fois comme si, collectivement, nous n'avions tiré aucune leçon des épisodes précédents. Que les détails de chacune des crises aient disparu de la mémoire collective n'est pas si grave. En revanche, que les symptômes caractéristiques et annonciateurs d'une crise ne soient jamais identifiés à temps est plus troublant.

## Des événements majeurs dans le monde réel et dans le monde des idées

### Dans le monde réel

Les crises financières ont des impacts marqués, voire douloureux. Par exemple, la dernière crise en date, celle dite des « *subprimes* », a fait disparaître trois banques d'investissement américaines (Bear Stearns, Merrill Lynch et Lehman Brothers) sur cinq, les deux qui restent ne sont plus vraiment des banques d'investissement et le secteur bancaire subit

d'importants licenciements. L'effet des crises ne reste pas cantonné au secteur financier. Selon les cas, les crises provoquent une panne, plus ou moins longue et plus ou moins marquée, de la croissance (comme le fameux « trou d'air » consécutif à la crise russe de 1998). Malheureusement, elles peuvent aussi causer la montée du chômage ou, dans la foulée de la crise des *subprimes*, l'expropriation de leur domicile des ménages trop endettés.

### Plus de 5 millions de saisies immobilières aux États-Unis en 2008

Selon le journal *Les Échos* du 6 novembre 2008, 12 millions de ménages américains possédant un logement sont, à cette date, endettés au-delà de la valeur de leur bien immobilier, soit 16 % des 75,5 millions de propriétaires. Ils n'étaient que 4 % dans cette situation en 2006. Près de 2 millions de maisons ont été saisies en 2007 pour défaut de remboursement. Le total des saisies pour 2008 devrait dépasser les 5 millions.

Toujours dans le monde réel, les crises peuvent constituer le révélateur d'évolutions que tout le monde avait conçues uniquement d'un point de vue intellectuel, mais sans vraiment éprouver leur réalité. C'est une chose presque abstraite que de se dire que le centre de gravité économique du monde se déplace et, par exemple, que la Chine a dépassé la France en termes de PIB (produit intérieur brut). C'est un constat plus cru de voir, début septembre 2008, la banque française Natixis, filiale des Caisses d'épargne et des Banques populaires, fragilisée par la crise, appeler au secours des fonds souverains, donc, probablement, des capitaux en provenance des pays émergents, pour essayer de reconstituer son capital.

### Fonds souverains

Fonds de placement créés par des États, ils ont vocation à gérer les réserves en devises détenus par les pays qui enregistrent d'importants excédents commerciaux (Chine, par exemple) ou qui réalisent des exportations pétrolières (pays du Golfe, Norvège). Les fonds souverains obéissent à des motivations diverses : financement des retraites, anticipation de l'épuisement futur des recettes pétrolières... Ces fonds se sont développés très rapidement dans la période récente jusqu'à gérer une épargne très significative (3500 milliards de dollars en 2008). On se demande s'ils ont une stratégie comparable à un investisseur financier « normal », ou s'ils poursuivent des objectifs plus stratégiques ou politiques.

## Dans le monde des idées

Les crises financières peuvent, parfois, conduire à remettre en cause les conceptions majoritaires. Elles obligent tous les acteurs (États, investisseurs, banquiers, universitaires...) ou, en tout cas, une partie d'entre eux, à reconsidérer ce qui était tenu pour des vérités acquises. Ainsi, les avis sur l'innovation financière ont évolué avec la crise des *subprimes*. Avant le déclenchement de cette crise, les innovations étaient plutôt considérées comme un moyen d'accroître l'efficacité des marchés ; après, elles ont plutôt été accusées de se traduire par des montages et des produits si complexes que plus aucun investisseur n'a la moindre idée du risque présenté par les titres qui s'échangent sur les marchés.

Autre exemple - plus frappant encore - d'évolution dans le domaine des idées : avant la crise des *subprimes*, la réglementation était plutôt considérée, non seulement par la profession financière, mais aussi par certains gouvernements, comme une mauvaise idée. L'heure était à la libéralisation. À partir du moment où le système bancaire a menacé de faire naufrage (septembre-octobre 2008), de plus en plus de voix - jusqu'à celles des 20 pays qui se sont réunis en novembre - ont plaidé pour un retour de la régulation.

Les crises, qu'elles soient financières ou non, conduisent donc à remettre en question les conceptions que nous avons du monde qui nous entoure. Elles constituent des aiguillons de la pensée... à condition toutefois de ne pas être oubliées sitôt le plus gros du danger passé. Alors que la crise russe de l'été 1998 (voir chapitre 2) avait été sérieuse, presque plus aucun gouvernement, au début 1999, ne semblait s'interroger sur la façon d'éviter que ne se reproduisent les enchaînements qui avaient conduit au bord du gouffre.

Au total, les crises financières peuvent, parfois, mais pas toujours, déclencher le passage à un nouveau paradigme. La crise de 1929, suivie de la Seconde Guerre mondiale, a, entre autres conséquences, légitimé l'action de l'État dans l'économie et permis de prendre conscience qu'il fallait savoir agir non seulement sur l'offre mais aussi sur la demande, par exemple en offrant des débouchés aux entreprises. En 1933, le Président américain Franklin Delano Roosevelt mettait en œuvre le « New Deal ». Ainsi, il créait la *Reconstruction Financial Corporation* (RFC), dotée de fonds publics, qui avait pour mission de consolider le système bancaire et de financer des chantiers publics.

Pendant plusieurs décennies au sortir de la Seconde Guerre mondiale, les États, inspirés par les préceptes de Keynes, se sont préoccupés de soutenir l'activité, en cas de besoin, par de la dépense publique. Un partage de la richesse produite plus favorable aux salariés a permis d'alimenter un modèle de production et de consommation de masse. Le souvenir de la crise de 1929 a certainement contribué à l'influence des idées keynésiennes et au développement de « l'État providence ».

## POUR ALLER PLUS LOIN

### **John Maynard Keynes (1883-1946)**

Économiste et financier britannique, son analyse critique la conception d'une économie qui se fixerait au meilleur équilibre possible dès lors que les marchés fonctionnent sans entraves. Il insiste par exemple sur le rôle des entrepreneurs et de leurs anticipations. C'est leur pronostic sur la demande future qui les conduit à décider un niveau donné de production et, partant, à déterminer le volume de l'emploi. Rien ne dit que ce niveau pourra procurer du travail à tout le monde. Pour hisser le niveau de la production, l'État doit relancer la demande

par la dépense publique. Soulignons d'emblée que Keynes formule également des hypothèses concernant la formation des prix sur les marchés financiers. Dans cet ouvrage, ces thèses seront exposées pour comprendre l'apparition de poussées d'euphorie, qui dégénèrent souvent en crises.

---

Il est difficile de dire si la crise des *subprimes* (2007-2008) va produire un bouleversement aussi essentiel que l'a été la mise en œuvre de politiques keynésiennes (c'est-à-dire de politiques économiques utilisant les finances publiques pour réguler l'activité) après la Seconde Guerre mondiale.

D'un côté, les grands pays du monde (le « G20 ») se sont retrouvés le 15 novembre 2008 pour fonder un nouvel ordre économique mondial et ont convenu de mener des travaux dans cinq champs d'action pour améliorer la gouvernance financière mondiale (voir chapitre 6). Certains commentateurs ont voulu y voir le signe de grands changements à venir.

D'un autre côté, les autorités publiques ont été très promptes à éviter que la crise ne dégénère en panique bancaire. Du coup, la machine économique et monétaire fonctionne toujours : nous ne sommes pas réduits à l'économie de troc. Certes, à l'heure où cet ouvrage est bouclé, il faut s'attendre à une sérieuse baisse de régime, voire à une entrée en récession, qui se traduira par une montée massive du chômage. Cependant, plus le souvenir de la peur ressentie en septembre et octobre 2008 s'estompera dans les mémoires, moins les pays du G20 ressentiront l'urgence d'inventer de nouvelles règles.

## Des caractéristiques communes... auxquelles on ne prend pas garde

Il est frappant qu'à part quelques voix dissonantes, méprisées comme pouvait l'être Cassandra à Troie, presque personne ne voit arriver les crises financières, alors que les événements menant à leur déclenchement ont souvent les mêmes caractères. Citons d'emblée deux des plus importants.

## Une phase d'allégresse, d'euphorie, ou de « bulle »

Pendant cette période de confiance excessive, les titres passent de main en main avec une grande rapidité, et surtout, de nombreux intervenants pensent avoir trouvé un moyen inédit de s'enrichir très vite. Selon les époques, ce qui s'échange est fort divers : des tulipes (au début du XVII<sup>e</sup> siècle à Amsterdam), des actions de compagnies ayant obtenu (au XVIII<sup>e</sup> siècle), le monopole du commerce avec une région par-delà les océans, de l'immobilier (au Japon à la fin des années 1980), des actions d'entreprises de la Nouvelle économie à la fin des années 1990 (les valeurs dites « dotcom »)...

Ou, plus précisément, ce qui se monnaie alors - à la hausse - sur les marchés financiers, ce sont des *promesses*, des *paris* sur les revenus qui seront tirés des bulbes de tulipes encore à sortir de terre, sur l'or que ramèneront les compagnies commerciales, sur les terrains à bâtir, sur les entreprises *dotcom* qui n'ont pas encore fait le moindre bénéfice. Dans tous les cas, quel que soit l'objet d'une telle ferveur collective, tout le monde se comporte comme si son prix ne pouvait que monter.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### Marchés financiers, liquidité et prix des titres

Dans un monde sans marchés financiers, celui qui voudrait investir son épargne - par exemple en entrant dans le capital d'une entreprise A, ou en prêtant à l'État B pour une durée de 10 ans - prendrait un gros risque. Son épargne serait figée et ne lui permettrait pas de faire face à des besoins imprévus de liquidités. Voilà de quoi le faire hésiter. En revanche, si son placement (dans l'entreprise A, ou dans la dette de l'État B) est représenté par des titres (des actions de A, ou des obligations de B), qui peuvent être revendus à d'autres investisseurs, notre épargnant sait qu'il ne sera pas « collé » par son placement.

Une des fonctions des marchés financiers - peut-être la plus importante - est donc de permettre de vendre ou d'acheter, à tout instant, des titres représentant des investissements de long terme. Les marchés rendent ceux-ci négociables ou, en d'autres termes « liquides ». La liquidité d'un marché, notion centrale sur laquelle cet ouvrage reviendra souvent, dépend de divers facteurs, par exemple du nombre d'intervenants : moins il y en a, moins la revente d'un titre est possible.

Il n'y a aucune raison pour que notre épargnant puisse revendre le titre représentatif de son placement au prix qu'il l'a acheté. Le prix d'un titre est donc la valeur que lui accorde, à un moment donné, le marché dans son ensemble. Dans les phases d'euphorie, ce prix semble promis à une hausse sans fin.

---

## Une période de crédit facile

Dans la plupart des épisodes spéculatifs qui se sont soldés par des crises, l'argent a coulé à flots. Si tant de gens ont pu se livrer à une frénésie d'achat de titres, c'est notamment que les banques leur ont prêté sans trop regarder. Si la Bourse a pu s'envoler aux États-Unis jusqu'en 1929, c'est que les achats se faisaient largement à crédit. Si, dans le Japon des années 1980, il y eut une telle ruée sur l'immobilier, c'est que les banques prêtaient sans retenue et à très bon marché. Si, avant la crise des *subprimes* et la faillite de Lehman Brothers, le marché actions a pu connaître une telle envolée, c'est que le crédit était facile, le risque oublié et que la quantité de monnaie en circulation a gonflé démesurément.

Optimisme irraisonné, certitude collective d'avoir trouvé une recette-miracle (un moyen inédit pour s'enrichir rapidement ou pour permettre aux ménages pauvres d'accéder à la propriété), crédit facile et pas cher : les signes avant-coureurs de crises financières devraient être repérés depuis longtemps. Et pourtant non ! À chaque fois, une fois l'orage passé, tous les intervenants l'oublient peu à peu. La fièvre reprend. L'engouement se fixe sur un nouvel objet.

L'amnésie n'est pas totale, cependant. Certains tirent les leçons des crises précédentes afin de limiter les dégâts du krach présent. Ben Bernanke, le président actuel de la « Réserve fédérale » (ou Fed, c'est-à-dire la banque centrale américaine) a étudié la crise de 1929 et en a tiré des leçons quand il a dû gérer celle des *subprimes*.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Crédit et monnaie**

On comprend mieux l'engrenage des crises financières quand on a à l'esprit le mécanisme de la création monétaire. Lorsqu'une banque de dépôt prête de l'argent, elle le crée. C'est difficile à croire, mais c'est vrai. Pour comprendre la création monétaire, reportons nous à l'époque où l'or et l'argent circulaient en tant que monnaies. Les banques commerciales imprimaient leur propres billets (en autres termes, elles les « émettaient »). Elles les remettaient à leurs clients, par exemple des commerçants, qui venaient déposer leur or en sûreté dans les coffres. Ces commerçants trouvaient plus pratique de commercer avec des bouts de papier (les « certificats d'or » ou « billets de banque ») qu'avec du métal, plus lourd. Les billets représentaient donc une valeur en or. À tout moment, la banque était supposée « convertir » ses billets en or. Les billets constituaient donc une dette que se reconnaissait la banque qui les avait émis.

Puis les banques se rendirent compte qu'on ne leur demandait jamais en même temps la conversion en or de tous les billets qu'elles avaient émis. Pourquoi donc, se dirent-elles, ne pas imprimer davantage de papiers que je n'ai d'or ? Elles s'enhardirent donc à prêter (à leurs clients qui en faisaient la demande) en remettant des billets qu'elles avaient imprimés. Le montant total des billets émis par une banque s'est donc mis à dépasser le montant de l'or qu'elle avait dans ses coffres. Voilà un moyen tout simple d'augmenter la quantité des moyens de paiement en circulation ! Le tout, c'est de le faire avec mesure, pour que public ne se doute de rien.

De nos jours, la monnaie n'est plus rattachée à l'or et votre banque n'imprime plus son propre papier-monnaie. Le mécanisme de base reste pourtant le même. Lorsque votre banque vous consent un prêt, elle inscrit la somme correspondante sur votre compte : elle crée cette monnaie de toutes pièces. Ce que les économistes résument en disant : « les crédits font les dépôts ». Certes, la présentation qui est faite ici pêche par son simplisme. Retenons à ce stade que lorsqu'il y a trop de crédit, il y a trop de monnaie dans l'économie, et que cette monnaie en excès, faute de pouvoir financer des investissements dans des usines, risque d'être consacrée aux vertiges de la finance.

## Démarche générale et plan de l'ouvrage

Ce livre ne veut pas se donner l'allure d'une enquête policière qui livrerait les « vrais » coupables des crises financières, particulièrement de la dernière en date, celle des *subprimes*. Son objet n'est ni de dénoncer un complot ni de condamner les ressorts de la finance contemporaine. Son ton n'est pas le sensationnalisme.

Il s'agit d'aider à la compréhension des crises et, de façon plus générale, des marchés financiers. Il s'agit de proposer des clefs, des instruments, qui permettent de saisir les enchaînements qui font le lit des crises, les mécanismes de leur propagation et les moyens pour les combattre.

Comment se peut-il que des individus aient, au début du xvii<sup>e</sup> siècle, vendu tous leurs biens pour acheter des tulipes et finir ruinés dans l'aventure ? Par quels mécanismes l'impossibilité des ménages pauvres aux États-Unis de rembourser leur emprunt immobilier dégenère-t-elle en crise bancaire mondiale ? Pourquoi les États doivent-ils, à tout prix, empêcher l'apparition d'une « panique » bancaire, en d'autres termes, pourquoi doivent-ils faire en sorte que les ménages n'aillent pas faire la queue aux guichets des banques pour vider leurs comptes ? Peut-on écarter la possibilité que, par leur nature même, les marchés financiers soient caractérisés par la succession de périodes d'euphories et de périodes de pessimisme ?

À toutes ces questions, ce livre se propose d'apporter, non pas *une* réponse univoque, mais une « boîte à outils » dans lesquels le lecteur pourra puiser pour se faire sa propre idée. Les réponses et les explications fournies ne sont pas toutes compatibles entre elles. Selon certains économistes, les crises pourraient être évitées au prix de quelques réglages ; selon d'autres, elles sont inhérentes au fonctionnement du système capitaliste, surtout après sa mutation à la fin des Trente Glorieuses.

- ▶ Le chapitre 1 dresse un bref rappel des crises dont le souvenir a traversé les âges (celles qui ont éclaté avant la Seconde Guerre mondiale). Il constitue l'occasion non seulement de se familiariser avec quelques mécanismes à l'œuvre dans les crises (par exemple, la poussée d'euphorie), mais aussi d'aborder certaines notions clefs sur les marchés financiers.

- ▶ Le chapitre 2 donne quelques exemples de crises récentes. Ces récits permettent de distinguer quelques caractéristiques contemporaines des turbulences, par exemple le rôle joué par une déréglementation trop rapide.
- ▶ Le chapitre 3 dresse un tableau des diverses explications avancées aux crises.
- ▶ Le chapitre 4 examine les mécanismes de propagation et de diffusion, au sein de la sphère financière, mais aussi en direction de l'économie réelle.
- ▶ Le chapitre 5 explique par quelles mesures les autorités publiques essaient d'endiguer les crises, ou d'en limiter l'impact. La logique est ici curative.
- ▶ Le chapitre 6 traite au contraire de la prévention. Il fait un tour rapide des mesures que certains conseillent pour empêcher le déclenchement des crises.

Il faut apporter une précision d'emblée. Ce livre ne traite que des crises *financières*, c'est-à-dire des crises qui semblent avoir leurs causes dans la logique de la finance. Il ne traite pas de l'ensemble des crises, même si elles peuvent avoir des conséquences financières. Certes, la différence n'est pas toujours facile à faire. Pour prendre un exemple, même si au nombre des événements qui ont conduit à la crise pétrolière de 1973, certains sont de nature financière ou monétaire (comme la fin du système des changes fixes en 1971), cette crise tient principalement à des facteurs réels, notamment la volonté du cartel pétrolier de limiter sa production.

Comme le remarque Paul Krugman dans *Pourquoi les crises reviennent toujours* : « On pourrait se demander pourquoi le prix du pétrole a doublé, une première fois, après 1973 et une fois encore après 1979 ; mais quelles que soient les raisons d'une pénurie pétrolière au niveau mondial, l'existence même de cette pénurie a donné une explication logique à une récession au niveau planétaire ». Dans le cas des crises financières, l'explication est surtout à rechercher... dans la finance.

Chapitre 1

# Quelques grandes crises « historiques »



Définir, de façon abstraite, ce qu'est une crise financière n'est ni aisé ni pédagogique. En premier lieu, les crises ne sont pas circonscrites à un seul domaine de la finance, mais peuvent en frapper plusieurs : le marché des actions, des obligations, du crédit, des changes, de l'immobilier... La crise ne se reproduit donc jamais tout à fait à l'identique.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### Un marché ou des marchés ?

Plusieurs types de titres financiers sont échangés. Une **obligation** représente une dette de l'entreprise qui l'émet. Son détenteur s'attend à des paiements périodiques (versements des intérêts et remboursement de la somme prêtée) selon des modalités prévues à l'avance. Le marché où s'échange les obligations s'appelle le « marché obligataire ». À la différence d'une obligation, une **action** représente une part du capital d'une entreprise. Son propriétaire sera, normalement, rémunéré (par des dividendes) en fonction des résultats enregistrés par l'entreprise. Certains titres représentent des emprunts et des crédits à court terme et ont une nature plus monétaire : on parle de **titres de créance négociables**. Par ailleurs, les agents économiques pour commercer et investir hors de leurs frontières ont besoin d'acheter ou de vendre des monnaies étrangères : ils le font sur le **marché des changes**.

En second lieu, il n'existe pas de définition précise et incontestée de la crise. Dans son *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Charles Kindleberger remarque que « ce virus est comme le grand amour :

impossible à définir mais reconnaissable à la première rencontre ». Il est des moments où, sans se perdre en conjectures sur la définition du mot, tout le monde s'accorde pour constater l'existence d'une crise financière.

Certes, certains ouvrages essaient d'utiliser des caractéristiques plus précises. Ainsi, dans le rapport du Conseil d'analyse économique (CAE) n° 50 consacré aux crises financières, les auteurs utilisent différents critères. Par exemple, ils considèrent qu'une monnaie connaît une crise de change notamment lorsque sa valeur exprimée dans une autre monnaie subit une dépréciation, au cours d'une année, supérieure à un certain seuil, par exemple de 25%. S'ils ont besoin de telles définitions chiffrées, c'est pour se livrer à des travaux économétriques.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Conseil d'analyse économique (CAE)**

Cette instance, créée en 1997, est composée d'économistes de sensibilités diverses : une trentaine de membres nommés à titre personnel (dont plusieurs membres étrangers) et six membres de droit qui représentent les grandes administrations économiques et sociales. Placé auprès du Premier ministre, le CAE a pour missions « d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses, les choix du gouvernement en matière économique ». Les rapports du CAE permettent de faire le point sur un sujet : les contributions principales (signées par un ou plusieurs économistes) font systématiquement l'objet de commentaires critiques de la part de « discutants ».

Dans le cadre de cet ouvrage, entrons donc dans le vif du sujet en rappelant des exemples de crises financières, qu'elles remontent avant la Seconde Guerre mondiale ou qu'elles caractérisent notre époque (chapitre 2). Cette promenade dans l'histoire permet de se mettre en tête quelques éléments concrets, quelques points de repère, qui facilitent les tentatives d'explication (exposées au chapitre 3). Ce rappel des faits met l'accent tantôt sur les causes des crises, tantôt sur leur déroulement, ou leur impact.

Il n'est pas possible de faire, dans le cadre d'un livre relativement court, la liste exhaustive des crises financières qui ont ébranlé les pays

d'Europe ou les États-Unis jusqu'au début du xx<sup>e</sup> siècle. À lire les ouvrages de référence (comme celui de Kindleberger) qui en font le recensement, deux idées frappent l'esprit. D'une part, la liste des crises est impressionnante, comme si le secteur financier ne connaissait pratiquement pas de période de calme un peu longue (sauf de la fin de la Seconde Guerre mondiale aux années 1970). D'autre part, ces crises ont pratiquement toutes été oubliées, comme si nous nous dépêchions de ne pas en tirer de leçons pour faire les mêmes erreurs le plus vite possible. Passons en revue celles qui sont restées dans les mémoires.

## La fin brutale de la « tulipomania » en 1637

Au tournant des xvi<sup>e</sup> et xvii<sup>e</sup> siècles, la Hollande découvre les tulipes. Leur rareté et leur nouveauté en poussent les prix à la hausse. Bientôt, dans les années 1630, elles deviennent un objet de spéculation. Comme le remarque Galbraith dans sa *Brève histoire de l'euphorie financière*, « un bulbe pouvait changer de main plusieurs fois à des prix en forte hausse et merveilleusement gratifiants alors qu'il était encore sous terre et que personne ne l'avait vu ». En gros, on achète à prix d'or des « promesses de bulbes », dans l'espoir de vendre ces promesses encore plus cher.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### Marché primaire et marché secondaire

Pour qu'un marché soit liquide (et aussi pour que la spéculation puisse exister), il faut que chacun puisse revendre le titre ou le bien (ici un bulbe de tulipe) qu'il a acheté. Il faut donc un marché de l'occasion et pas seulement un marché du neuf. Sur les marchés financiers, le marché du neuf est dit « marché primaire ». Il met en relation celui qui « émet » le titre et son premier acquéreur. Ensuite, les titres s'échangent de main en main entre les acquéreurs ultérieurs sur le marché de l'occasion, en d'autres termes le « marché secondaire », sans que ces transactions ne concernent directement l'émetteur.

Cette euphorie gagne toutes les couches de la population et dure jusqu'en 1637. Et soudain, sans qu'on sache très bien ce qui motive le retournement, certains commencent à vendre, puis sont imités par d'autres qui prennent peur en voyant les premiers se débarrasser de leurs bulbes. La frénésie à l'achat se mue en panique à la vente.

Comme le souligne Galbraith dans son livre *Brève histoire de l'euphorie financière*, « Ceux qui avaient acheté, souvent en mettant leurs biens en gage pour obtenir un crédit (...) furent soudain dépouillés de tout, ou en faillite (...) Ils ne restèrent pas seuls dans leur malheur. L'effondrement du prix des tulipes et l'appauvrissement qui en résulta (...) provoquèrent, dans la terminologie moderne, une très sérieuse récession ».

## L'éclatement de la bulle de la Compagnie des mers du Sud en 1720

La Compagnie des mers du Sud (South Sea Company) est créée à Londres en 1711. Elle se voit accorder « le seul et unique commerce et trafic, à commencer au 1<sup>er</sup> août 1711, au sein, en direction et en provenance des Royaumes, Terres, etc. de l'Amérique, de la rive est du fleuve Aracona et jusqu'à l'extrême sud de la Terre de Feu... » En clair, elle a le monopole sur le commerce avec les colonies espagnoles en Amérique... ce qui supposerait d'être en bons termes avec l'Espagne.

En échange de ce monopole, elle accepte de prendre à sa charge la dette de l'État. Les détenteurs de Bons du Trésor peuvent les lui apporter ; en contrepartie, la compagnie leur donne, non des espèces sonnantes et trébuchantes, mais des actions qu'elle émet (avec l'autorisation de l'État), actions qui rapportent un taux d'intérêt fixe. Cela fait l'affaire de l'État, car cela éteint en partie sa dette ; cela séduit les détenteurs de la dette publique, car ils acquièrent ainsi des actions d'une compagnie dont ils pensent qu'elles présente un fort potentiel de développement.

Malgré la difficulté à commercer dans une zone contrôlée par l'Espagne, qui n'accorde à la Compagnie que le droit d'affréter un seul navire par an (en prélevant une part sur ses profits), la société connaît un véritable engouement. Non seulement le volume des actions émises s'accroît, mais le cours monte en flèche : 128 livres en janvier 1720, 1000 livres pendant le mois d'août.

Ce succès suscite des vocations. D'autres sociétés tentent de se former sur le même modèle. Certaines prétendent exploiter d'autres routes commerciales, ou encore exploiter le mouvement perpétuel. Ces sociétés, parfois d'un objet plus que fantaisiste, sont rapidement surnommées des « bulles ». Moins pour calmer le jeu que pour protéger la Compagnie des mers du Sud, une législation (le « Bubble Act », en juin 1720) restreint alors considérablement les possibilités de créer des sociétés à capital public.

Malgré cette tentative de favoriser la Compagnie des mers du Sud, celle-ci voit le cours de ses actions plonger à partir de septembre (à la fin de ce mois, il n'est plus qu'à 150 livres), soit à peu près en même temps que la déconfiture du système de John Law (voir ci-dessous).

De nombreux investisseurs se retrouvent ruinés, parmi lesquels Isaac Newton, qui confessa : « Je peux mesurer le mouvement des corps célestes, mais pas la folie humaine ».

## L'écroulement du système de John Law en mars 1720

L'édification et l'écroulement du système de Law sont particulièrement difficiles à comprendre, car ils mêlent crise financière et inventivité monétaire.

Première difficulté : le contexte monétaire de l'époque est très différent du nôtre, et un peu délicat à saisir. Les moyens de paiement circulent sous forme de pièces de métal (or, argent ou cuivre). Il s'agit là de monnaies dites *réelles*, en ce sens que l'on peut les manipuler (les louis, les écus...), et les utiliser pour régler, effectivement, une transaction. Cependant, l'époque utilise aussi une monnaie dite *idéale*, ou monnaie *de compte* : la livre tournois. La monnaie idéale donne l'échelle des valeurs. Un dernier mot sur ce sujet pour dire que les souverains, à l'époque, modifiaient assez souvent le « taux de conversion » entre les pièces, bien réelles, et la livre tournois, avec laquelle on évaluait les prix.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Quand la monnaie dans laquelle on compte diffère de celle dans laquelle on règle**

Une comparaison approximative permet de comprendre la différence entre *monnaie réelle* et *monnaie de compte* : dans les premiers temps de l'euro, nous payions dans la nouvelle monnaie tout en utilisant mentalement les prix en francs.

Seconde difficulté : les sources documentaires sur le système de Law sont parfois imprécises ou contradictoires. Heureusement, Edgar Faure, homme politique français qui fut, entre autres, plusieurs fois ministre mais aussi sénateur et président de l'Assemblée nationale, a écrit en 1977 un livre consacré à *La banqueroute de Law* qui permet de se faire une idée de la complexité du système.

John Law (prononcer « Lass ») est né en 1671 à Édimbourg. En 1694, il tue, lors d'un duel, un rival dans une affaire de cœur et fuit l'Écosse. En 1716, il est autorisé par le duc d'Orléans, alors Régent (Louis XIV est mort en 1715 et son arrière petit-fils Louis XV n'est encore qu'un enfant) à créer une banque, la Banque générale, qui deviendra la Banque royale en 1718. Il pose ainsi la première pierre d'un édifice économique et financier dont les divers éléments forment un système, une mécanique qui a fini par s'emballer. Pour faire simple, ce système repose sur trois piliers, qui interagissent.

**Premier pilier : une banque**

Créée en 1716, la Banque générale est dotée d'un capital modeste (en partie payé par des billets d'État, c'est-à-dire par les titres de la dette d'État détenus par le public). Elle est autorisée à émettre, en d'autres termes, à imprimer et à fournir, ses propres billets lorsqu'on vient lui apporter des pièces. Elle est donc censée restituer ces pièces à quiconque viendra à son comptoir lui présenter les billets qu'elle a émis. Dans un premier temps, les billets de la Banque générale constituent la contrepartie de la monnaie *réelle* (écu, louis). Dans un second temps, lorsque la Banque générale est étatisée et devient la Banque royale, les

billets représentent de la monnaie *de compte* (la livre tournois), monnaie dans laquelle le public avait déjà l'habitude d'étalonner ses transactions.

Dans le même temps, le pouvoir limite l'usage des pièces de métal comme moyen de paiement, favorisant ainsi l'utilisation des billets imprimés par la banque de Law. Ainsi, l'ambition – étonnamment moderne et prophétique – de Law est de faire en sorte que la quantité de moyens de paiement dont a besoin une économie ne soit pas limitée par la quantité d'un métal, que ce soit du billon (alliage d'argent et de cuivre), de l'argent ou de l'or. Il conçoit la monnaie comme la contrepartie de l'activité économique. À la limite, ce sont les actions dans une entreprise qui devraient servir de moyens de paiement.

## Deuxième pilier: la Compagnie

Law récupère la Compagnie d'Occident, dotée d'une concession sur la Louisiane (qui était à l'époque bien plus vaste que la Louisiane actuelle). Elle absorbe bientôt la Compagnie du Sénégal, celle des Indes Orientales, celle de la Chine puis la Compagnie d'Afrique. La Compagnie a donc une activité « colonisatrice » et dispose d'un monopole du fret et du commerce international, ainsi que celui de la vente de tous les tabacs, et pas seulement de celui qu'elle produit. Le pouvoir lui confie aussi la fabrication des monnaies métalliques, dont l'usage est découragé pour favoriser celui des billets de la Banque de Law.

## Troisième pilier : l'État

Les interactions entre les finances publiques et les deux autres piliers du système sont nombreuses. Elles sont multiples avec la banque. Law fait peu à peu affluer dans les caisses de sa banque toutes les recettes publiques. Ainsi, dès la création de la Banque générale, les receveurs des impôts doivent non seulement acquitter à vue sur leurs fonds tous les billets qui leur seraient présentés, mais aussi remettre à Paris leur collecte fiscale sous forme de billets de la Banque générale. Les finances publiques s'entremêlent également avec la Compagnie. Dès le début, le public peut souscrire au capital de la Compagnie en apportant des

billets d'État (donc de la dette de l'État). En outre, le Régent confie le recouvrement des impôts à la Compagnie.

## L'interaction des trois piliers

Sans entrer dans le détail du système de Law, les trois piliers interagissent de façon croissante les uns avec les autres. À certains moments, la Banque aide la Compagnie à soutenir ses propres actions, dont la hausse, très importante, des cours est savamment orchestrée par Law. Cependant, comme dans le cas de la Compagnie des mers du Sud, l'activité réelle de la Compagnie n'a rien de l'Eldorado fabuleux promis aux actionnaires. Vers la fin, la Banque et la Compagnie fusionnent ; l'émission de billets et d'actions s'accélère. Pour sauver le système, la possession même de l'or est découragée par la loi.

En 1720, certains des plus gros détenteurs de billets viennent à la Banque les échanger contre des pièces. La Banque ne peut pas suivre. Une crise de confiance provoque la banqueroute de la Banque. Les émeutes de juillet font 17 morts. John Law s'enfuit à Venise. En novembre, les billets disparaissent.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### **Banqueroute**

En droit, la banqueroute désigne les agissements d'un dirigeant d'une entreprise qui aggrave intentionnellement ses difficultés financières. En pratique (et dans cet ouvrage), on emploie souvent ce terme pour désigner la faillite d'une banque – usage qui correspond d'ailleurs à l'origine du mot.

Pour résumer, le système de Law avait le mérite de détacher la monnaie de toute référence au métal. Il constituait une préfiguration de la relance de l'économie par le crédit. Mais au lieu de financer des réalisations de l'économie réelle, la création de monnaie-papier a alimenté la spéculation à la hausse d'un titre. Il faudra du temps avant que la France ne retrouve confiance dans les billets de banque.

Malgré les diverses crises qui jalonnent le XIX<sup>e</sup> siècle, faisons un saut dans le temps jusqu'au XX<sup>e</sup> siècle.

## Le « jeudi noir » et la crise de 1929

À la Bourse américaine, le cours des actions s'installe sur une tendance à la hausse vers 1924. Cette ascension est temporairement contrariée en 1926, puis reprend de plus belle à partir de 1927. L'ouvrage *Les Grandes Crises* (Marcel et Taïeb) indique qu'entre 1921 et 1929, l'indice du cours des actions a été multiplié par quatre. Pendant toute cette époque, le crédit est facile et alimente la spéculation.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### Indices et *benchmarks*

Pour avoir une vision synthétique de l'évolution des marchés financiers, il ne serait pas pratique de suivre les hauts et les bas de *chacune* des valeurs. Sur le marché des obligations, on regarde un « benchmark » [en d'autres termes, un « étalon », ou point de référence], c'est-à-dire l'obligation qui, sur un marché, est considérée comme étant sans risque ; il s'agit en général de l'obligation d'État à 10 ans. Sur le marché des actions, c'est-à-dire la Bourse, on construit un indice en additionnant la capitalisation boursière des grosses sociétés qui y sont cotées (ou seulement le « flottant » de ces sociétés, c'est-à-dire les actions effectivement susceptibles d'être échangées, à l'exclusion de celles détenues par des actionnaires stables). Ainsi, les opérateurs suivent les indices Dow Jones et Nasdaq aux États-Unis, l'indice Nikkei au Japon, l'indice DAX en Allemagne et l'indice CAC 40 en France...

En 1929, les autorités monétaires s'inquiètent de la hausse boursière. La banque centrale américaine (la Réserve fédérale, ou Fed) laisse un moment entendre qu'elle va monter ses taux d'intérêt, pour rendre le crédit moins bon marché et ainsi calmer le jeu. Charles E. Mitchell, président de la National City Bank, intervient publiquement pour contrecarrer et décrédibiliser cette intention pourtant sage. Il déclare : « Nous estimons que nous avons une obligation qui l'emporte sur n'importe quelle mise en garde de la Federal Reserve ou autre considération : éviter toute crise dangereuse sur le marché financier. » Sa banque affirme qu'elle prêtera autant d'argent que nécessaire pour contrer l'action de la Fed.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Taux directeurs, taux courts et taux longs**

Lorsqu'une banque centrale indique qu'elle monte (ou baisse) ses taux d'intérêt, de quel taux parle-t-on ? Pour désigner les taux que la banque centrale fixe elle-même, on parle de « taux directeurs ». Ils correspondent à des prêts à très court terme qu'accorde la banque centrale aux banques commerciales (on parle de « refinancement »). Ces taux influencent directement les taux auxquels se négocient, sur le marché, les prêts et emprunts d'argent à court terme : pour les désigner, on parle de « taux courts ». Les taux directeurs exercent une influence plus lointaine, plus indirecte et, surtout, plus incertaine, sur les « taux longs ». Ceux-ci correspondent au coût d'un emprunt à long terme, par exemple d'une obligation sur 10 ans.

Non seulement ceux qui crient « casse-cou » sont montrés du doigt, mais encore l'emballement boursier trouve des experts pour le justifier (c'est une caractéristique que nous retrouverons). À la fin de l'été 1929, Irvin Fischer, un économiste célèbre, affirme : « Les cours des actions ont atteint ce qui semble devoir être un haut niveau permanent ». Sans qu'on sache quel est exactement le facteur déclenchant (hausse du taux d'escompte au Royaume-Uni ? faillite de l'homme d'affaires londonien Clarence Hatry ?), l'euphorie connaît un terme en octobre 1929. Le mercredi 23, la situation chancelle. Le jeudi 24 (le « jeudi noir »), elle tourne à la déroute. Le volume des actions mises en vente explose.

Les banquiers essaient d'organiser une riposte. Réunis au siège de la banque Morgan, ils décident de stabiliser le marché en rachetant des actions de façon massive. Effectivement, la situation se calme le vendredi 25... avant de céder au vent de panique le lundi 28. Les volumes de vente augmentent encore et, ce jour-là, l'indice boursier chute de 12,9 % (baisse journalière d'une ampleur sans précédent, le record sera battu en 1987). La baisse des cours va se poursuivre pendant environ trois ans.

Il est difficile de dire si la crise économique des années 1930 est entièrement causée par la crise boursière. Certains avancent que des signes de ralentissement avaient déjà été enregistrés avant le krach. Il est certain en tout cas que celui-ci a au moins amplifié les difficultés conjoncturelles. Différents canaux de transmission (voir chapitre 4) jouent alors. De

nombreuses banques avaient alimenté la spéculation par leurs prêts : elles ne peuvent pas être remboursées et font faillite ; le crédit se grippe. De toute façon, les épargnants ont vu fondre leurs économies : par conséquent, ils rationnent leur consommation et les débouchés viennent à manquer aux entreprises. Entre 1929 et 1932, la production industrielle américaine diminue de près de la moitié. Le chômage explose : en 1933, un quart de la main-d'œuvre disponible est sans travail.

Deux caractéristiques de la crise de 1929 doivent encore être notées – pour être comparées avec la période contemporaine. Première caractéristique : si la crise a une diffusion internationale, elle ne provoque pas de réponse coordonnée au niveau international ; c'est même le contraire. La crise se répand en effet de pays à pays ; par la contraction du commerce international (les pays touchés réduisant leurs importations) et par la finance (les pays en difficulté rapatriant l'argent qu'ils avaient investi hors de leurs frontières). L'Allemagne et l'Autriche sont touchées. Chaque État réagit seul à la crise : la période est marquée par la montée du protectionnisme et par la fragmentation en zones monétaires.

### **La « panique bancaire », stade mortel d'une crise financière.**

En mai 1931 à Vienne, la Kredit Anstalt, la plus grande banque de Vienne, cesse ses paiements. Les photographies des queues devant ses guichets sont revenues dans les mémoires en 2007 à la vue des queues devant les locaux de Northern Rock. Lorsque les déposants d'une banque ne lui accordent plus leur confiance, ils se ruent aux guichets pour vider leur compte et retirer leurs espèces. Le problème, dans la banque d'aujourd'hui, c'est que les « billets » que ces comptes sont supposés représenter n'existent tout simplement pas. Face à des demandes de retraits massifs, la banque n'a plus qu'à mettre la clef sous la porte, faire « banqueroute ». La gravité des paniques bancaires sera approfondie au chapitre 4.

Seconde caractéristique : dans le pays à l'origine de la crise, les États-Unis, la réaction initiale est hésitante. Certes, le président Hoover prend des décisions que l'on peut qualifier de mesures de relance, mais elles

ne sont pas massives. La doctrine libérale de l'époque veut que le marché « purge » les entreprises trop fragiles. Elle explique le conseil donné par Andrew Mellon, Secrétaire d'état au Trésor du 4 mars 1921 au 12 février 1932 : « Liquidier le travail, liquider les stocks, liquider les fermiers, liquider les biens immobiliers... Éliminer la pourriture du système ». Il faut attendre le New Deal de Roosevelt pour que la relance soit plus déterminée. La leçon de 1929 sera retenue : à l'avenir, les autorités économiques sauront parfois faire preuve de réactions immédiates et massives.

### **Une liste non exhaustive des crises ayant marqué le capitalisme**

- 1637 – La Tulipomania.
- 1720 – Crise de la Compagnie des mers du Sud (Royaume-Uni) et du système de John Law (France).
- 1797 – Panique bancaire au Royaume-Uni.
- 1810 – Crise bancaire au Royaume-Uni.
- 1819 – Crise bancaire aux Etats-Unis.
- 1825 – Crise boursière au Royaume-Uni.
- 1836 – Krach boursier au Royaume-Uni, puis difficultés bancaires aux Etats-Unis.
- 1847 – Effondrement boursier (France, Royaume-Uni) après un engouement pour les chemins de fer.
- 1873 – Krach boursier à Vienne après une spéculation liée à l'Exposition universelle. Début de la grande dépression de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.
- 1882 – Krach de l'Union générale (France).
- 1907 – Panique des banques aux Etats-Unis.
- etc.

Chapitre 2

# Les crises contemporaines



La période contemporaine a été le théâtre d'une multitude de crises. Certaines études estiment d'ailleurs que les années consécutives à la Seconde Guerre mondiale, les « Trente glorieuses » en quelque sorte, ont été relativement épargnées, mais que la fréquence des crises s'est accrue depuis les années 1970, marquées par l'effondrement du système de Bretton Woods.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Le système de Bretton Woods**

Non pas au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, mais avant même sa conclusion, les alliés essaient de mettre sur pied un système économique international pour éviter de reproduire les évolutions (notamment, la fragmentation en zones monétaires et la montée des protectionnismes) qui ont exacerbé les tensions entre pays dans les années 1930, conduisant ainsi au conflit. Le 22 juillet 1944, des accords entre les alliés sont signés à Bretton Woods, aux États-Unis. Ils instituent un système monétaire dont le pivot est le dollar, lui-même rattaché à l'or (le dollar est défini comme valant 1/35<sup>e</sup> d'once d'or). Les États-Unis s'engagent à convertir en or les dollars que leur présenteront les autorités monétaires des autres pays (on parle de « convertibilité externe »). Les changes sont fixes. Deux institutions internationales sont créées : le fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. En 1971, les États-Unis refuseront d'assurer la convertibilité externe du dollar en or. Le système de Bretton Woods volera alors en éclats. Les changes flottants (système où la valeur d'une devise contre une autre est librement déterminée sur les marchés des changes) remplaceront les changes fixes.

## Le krach d'octobre 1987

La Bourse de New York connaît une hausse depuis le deuxième trimestre 1982. Depuis cette date, l'indice Dow Jones a triplé. Puis, à partir du 25 août 1987, le mouvement est remis en cause. La Bourse devient plus volatile et les cours connaissent une baisse modérée. Les marchés sont en effet un peu circonspects depuis la volonté affichée, lors de la signature en février 1987 des Accords du Louvre, de faire remonter le dollar : ils se disent que la Fed va monter ses taux.

Tout s'accélère à partir de mi-octobre. Comme d'habitude, personne ne peut être certain de connaître les étincelles qui mettent le feu aux poudres. Deux nouvelles semblent affecter le marché : une hausse des taux de la Bundesbank et la publication d'un déficit commercial américain plus important que prévu, donnant à penser que les États-Unis ne vont plus pouvoir continuer très longtemps à vivre au-dessus de leurs moyens.

Le 19 octobre, on bascule dans la catastrophe. Ce jour-là, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles subit une baisse de 22,6 %. Le record de baisse journalière précédemment enregistré en 1929 est enfoncé !

La crise de 1987 présente une particularité remarquable. Elle est en partie auto-entretenu par les « assurances de portefeuille » (*portfolio insurance*). Cette technique est supposée protéger les portefeuilles d'actions des investisseurs par une option de vente en cas de baisse. La vente peut même être automatique si la gestion du portefeuille est confiée à un programme informatique (*programm trading*). En 1987, la baisse des cours provoque des ordres de vente générés automatiquement, qui amplifient la chute des marchés, elle-même provoquant des ventes automatiques, et ainsi de suite. Par la suite, une des leçons tirées de la crise sera de prévoir des « coupe-circuits » qui arrêtent les transactions.

Les autorités monétaires ont retenu les enseignements de 1929 et décident d'injecter massivement des liquidités. La Réserve fédérale a un nouveau président depuis août 1987 : Alan Greenspan.

## La crise japonaise du tournant des années 1980 et 1990

Dans les années 1980, le Japon est donné comme l'économie qui va conquérir la planète. Que ce soit sous l'influence de cette opinion, ou encore sous l'effet d'une politique monétaire très accommodante (permettant une croissance annuelle à deux chiffres du crédit), la spéculation bat son plein. La Bourse s'envole : en trois ans, l'indice Nikkei passe de 13 000 à plus de 39 000 fin 1989. Les prix de l'immobilier grimpent en flèche.

On peut voir dans cette bulle un effet de la libéralisation financière qui s'était enclenchée au Japon dès la fin des années 1980. Jusqu'alors, les banques étaient très encadrées et liées à l'industrie. En général, elles étaient intégrées à un conglomérat industriel (un « *keiretsu* »), constitué d'une myriade de sociétés, dont elles finançaient les multiples activités par du crédit bancaire. Comme les *keiretsu* intervenaient sur plusieurs secteurs économiques, les banques ne mettaient pas tous leurs œufs dans le même panier (en termes économiques, elles procédaient à une « mutualisation » du risque).

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### **Le *keiretsu*, une forme de coordination alternative au marché**

Avant que le Japon n'entame une mutation qui l'a rapproché du modèle anglo-saxon, son économie était structurée par les *keiretsu*. Ceux-ci sont constitués par une nébuleuse d'entreprises liées par des participations croisées. Cette forme d'autocontrôle en réseau met à l'abri des sanctions potentielles infligées par le marché des capitaux : les offres publiques d'achat (OPA). De plus, les relations commerciales qui se nouent entre les membres du *keiretsu* sont des relations de confiance de long terme : un membre du *keiretsu* pourra être préféré à un autre fournisseur peut-être moins cher. Par ailleurs, les entreprises trouvent leur financement auprès de la banque du groupe, et pas auprès des marchés financiers. Pour résumer, la structuration en *keiretsu* neutralise le jeu classique du marché. Et pourtant, ce modèle n'a pas empêché le succès économique du Japon pendant des décennies.

Avec le début de la libéralisation, les banques se sont lancées dans de nouvelles opérations, plus rémunératrices, mais plus dangereuses, alors même qu'elles n'avaient pas modifié leur comportement (le fait d'avoir longtemps procédé à une mutualisation du risque lorsqu'elles finançaient le *keiretsu* ne les avaient pas habituées à une analyse du risque présenté par chaque opération, ce qui aurait été nécessaire une fois qu'elles se sont tournées vers des placements spéculatifs). Mues par la conviction que les prix allaient continuer à monter, certaines banques prêtaient pour des opérations immobilières sans le moindre contrôle, sans même, parfois, vérifier si le terrain était constructible.

À la fin des années 1980, l'inflation refait son apparition. La banque centrale (la Banque du Japon) monte ses taux. Toute la belle mécanique se grippe. Le crédit coule moins facilement. Le prix des actifs va s'effondrer, notamment celui de l'immobilier. La chute de la Bourse est vertigineuse : d'un sommet à 39 000 environ fin 1989, l'indice Nikkei tombe à environ 14 300 en août 1992.

Les banques commerciales voient leur bilan encombré de prêts – et des hypothèques qui leur sont liées – qui ne valent plus rien, et que l'on qualifie d'actifs « pourris ». La fragilité bancaire fait qu'un sérieux coup d'arrêt est donné à la distribution de crédits pour plusieurs années. Il a fallu attendre 1998 pour que le système bancaire soit sauvé, grâce aux fonds publics. La croissance japonaise ne dépassera pas 1 % l'an en moyenne sur toute la décennie 1990, malgré des taux d'intérêt très bas. Si bas que l'épargne japonaise ira se placer ailleurs.

## La crise asiatique de 1997 et 1998

Dans les années 1990, les dragons apparaissent comme les nouveaux champions de l'économie : on parle alors de « miracle asiatique ». Dans ces conditions, les capitaux affluent vers ces pays. Les *Cahiers français* n° 289 (« Crise mondiale et marchés financiers ») donnent un exemple de cet engouement dans le cas de la Thaïlande : « Les entrées de capitaux étrangers ont atteint 82 milliards de dollars sur la période 1991-1996, alors que l'écart épargne-investissement n'était que de 47 milliards de dollars. Les perspectives de rendements plus élevés dans cette région qu'au Japon ou aux États-Unis constituaient incontestable-

ment des conditions attrayantes. Toutefois, la poursuite des flux a probablement été au-delà de ce qui était raisonnable. »

En Thaïlande, le secteur privé s'endette vis-à-vis de l'étranger ; en outre, il le fait en monnaie étrangère et à court terme. Avec cet argent, il investit dans l'immobilier (donc à long terme).

La crise part de Thaïlande. Les investisseurs étrangers qui, jusqu'alors, prêtaient à ce pays sans retenue, révisent leur jugement. Le facteur déclencheur est, comme souvent, difficile à identifier avec certitude. Le fait que les exportations aient commencé à ralentir a pu jouer dans la modification de l'opinion des marchés. La monnaie (le bath), que les autorités thaïlandaises ont « ancré » au dollar (en d'autres termes, elles faisaient en sorte que le taux de change bilatéral reste fixe) est attaquée. Le 2 juillet, l'ancrage avec le dollar cède : le bath entame une rapide chute.

La crise se propage à d'autres pays de l'Asie (Malaisie, Philippines, Indonésie, puis la Corée du Sud). Dans ces pays, les monnaies partent également à la baisse, ainsi que les cours boursiers (d'environ 50 % entre début juillet et la fin de 1997). Les canaux de transmission ont été variés. D'abord, la chute du bath rendait les monnaies des autres pays relativement plus chères, donc affectait leur compétitivité en termes de prix. En outre, les marchés, qui avaient précédemment considéré que tous les pays de la région relevaient du même « miracle », les ont ensuite tous considérés avec la même méfiance.

Une des caractéristiques essentielles de cette crise est d'intervenir alors que les fondamentaux économiques étaient plutôt bons. Par exemple, dans le cas de la Corée, le taux de croissance moyen dépassait 8 % entre 1994 et 1996, l'inflation ralentissait (de 6 % à moins de 5 %), le taux d'épargne domestique s'élevait à 37 % du PIB, le déficit de la balance courante (somme de la balance commerciale, des revenus d'investissement payés à, ou reçus de, l'étranger, et des transferts nets, par exemple les salaires transférés chez eux par les travailleurs étrangers) baissait (d'un peu moins de 5 % du PIB en 1996 à 2 % dès 1997). Au total, les chiffres de l'économie réelle n'étaient pas alarmants.

La source des problèmes s'est située dans la sphère financière. La libéralisation et la transformation des systèmes financiers asiatiques, sans doute trop rapides, avaient eu des conséquences fâcheuses. Le contrôle

de l'État sur le secteur financier s'étant affaibli, les banques ont pris davantage de risques (en l'espèce, emprunter massivement du dollar à court terme et prêter à leurs clientèles locales, notamment pour la spéculation immobilière). Cet emballement a permis une envolée du prix des actifs, en particulier immobiliers.

Quand la confiance vient soudain à manquer, entraînant la disparition des investisseurs étrangers, les banques locales ne trouvent plus, sur le marché international, de banques étrangères désirant leur renouveler leurs prêts à court terme. Elles font donc face à un problème de liquidité, qui risque de les rendre insolvables si elles ne trouvent rien à vendre. Le chapitre 4 reviendra sur ce glissement de l'« illiquidité » vers l'insolvabilité.

## La crise russe de 1998

En 1998, la Russie est très endettée, notamment pour financer le déficit public. Celui-ci est en partie causé par le délitement de l'État et par son incapacité à faire rentrer les recettes fiscales qui lui sont dues. Par ailleurs, les comptes extérieurs sont très dégradés, le cours des matières premières étant très faible à l'époque. Il n'y a pas assez de réserves en devises à la banque centrale pour permettre à la Russie de rembourser ses dettes en monnaies étrangères.

Du coup, l'État a pris l'habitude d'émettre de nouveaux titres pour financer les dettes qui arrivent à échéance. Ces titres, les « GKO », offrent des taux d'intérêt très élevés. Bien qu'ils présentent un risque également très fort, ils suscitent l'engouement des investisseurs. Les GKO représentent 3,5 % du PIB russe en 1995 ; à la fin de 1997, ils en représentent 14,4 %.

Mi-août 1998, la Russie reconnaît, dans les faits, qu'elle est dans une situation comparable à une « cessation de paiements » : en d'autres termes, elle indique qu'elle ne peut plus honorer les emprunts qu'elle a contractés à l'étranger. Sans entrer dans le détail de l'analyse de la situation russe de l'époque, deux traits sont à noter dans cette crise, l'un tenant à ses facteurs permissifs, l'autre à son impact.

## Des facteurs permissifs qui auraient dû sauter aux yeux

Tous les investisseurs, vu les « fondamentaux » de la Russie de l'époque, auraient pu se douter que le pays ne pourrait pas longtemps honorer ses dettes. D'autant que l'État émettait des titres (les GKO) à des taux d'intérêt faramineux. Mais chacun était persuadé que le FMI garantirait, d'une manière ou d'une autre, la dette russe, pour ne pas déstabiliser un pays qui avait hérité de l'arsenal nucléaire de l'URSS.

## Un impact démesuré par rapport à la place de la Russie

Le défaut de paiement russe ébranle un moment toute l'économie mondiale. Or un tel effet, a priori, ne va pas de soi. L'économie russe, en 1998, pèse peu dans le monde (moins de 1,5 % du PIB mondial). La France traverse alors, selon l'expression du ministre de l'Économie de l'époque (D. Strauss-Kahn), un « trou d'air ». Pourtant, elle a peu de liens commerciaux avec la Russie, qui représente seulement 1 % de ses exportations. Ce n'est donc pas par le biais des échanges commerciaux que la crise russe affecte la croissance du monde et de la France.

L'impact de la crise opère par le canal financier. Ceux qui, jusqu'alors, apportaient des fonds sur les marchés financiers prennent peur. Ils se méfient de presque tous les emprunteurs, qu'ils jugent trop risqués. On dit qu'il y a une « aversion pour le risque ». Ils ne souhaitent plus acheter que des actifs considérés comme sans risque : en l'espèce, des obligations d'État des pays développés. On parle de « fuite vers la qualité ».

Dans ces conditions, les emprunteurs privés ont de plus en plus de mal à placer leurs obligations, si bien que l'écart entre les rendements des entreprises privées et celui des titres publics s'accroît (en langage des marchés financiers, on parle d'accroissement des « *spreads* » de rendements). Ceci rend donc l'investissement plus cher.

Par ailleurs, les banques, échaudées, sont de plus en plus réticentes à accorder du crédit (les observateurs des évolutions financières emploient le terme « *credit crunch* »). Devant le risque d'assèchement des liquidités, la réaction des autorités monétaires américaines est vive.

La Réserve fédérale (la banque centrale, ou Fed) baisse par trois fois ses taux d'intérêt et fait savoir qu'elle injectera (en les prêtant) autant de liquidités que nécessaire dans l'économie. Il s'agit de rassurer le marché sur la possibilité de trouver du financement.

### **Pourquoi les banques commerciales ont besoin des prêts de la banque centrale**

Nous avons déjà vu qu'une banque (appelons-la « A ») qui tient des comptes, crée de la monnaie lorsqu'elle prête à un client (le commerçant « a »). Elle inscrit la somme (par exemple 1 000) sur le compte de a et le tour est joué ! Le pouvoir de création monétaire rencontre cependant une limite. Celle-ci tient au fait que A n'est pas seule à créer de la monnaie. Prenons un exemple. Le commerçant (a) signe un chèque de 1 000 à un grossiste b, qui le porte à sa banque B. La banque B ne garde pas ce chèque : elle veut recevoir 1 000 de A, mais pas dans la monnaie créée par A ! Ce point est essentiel.

Pour le comprendre, reportons cet exemple au temps de l'or. La banque A imprime des billets à hauteur de 1 000, les remet au commerçant a en les lui prêtant, celui-ci règle ce qu'il achète à b (pour 1 000) en lui remettant les billets imprimés par A. Si b porte à sa banque B, celle-ci va voir aussitôt sa consœur A pour qu'elle lui remette 1 000. Or, B tient à être payée en or ! La banque B ne veut pas garder les 1 000 imprimés par A. Ces 1 000 correspondent à une dette de A, en d'autres termes à la promesse faite par A de les convertir en or à quiconque les lui apportera. Si B gardait le billet de A, c'est comme si elle prêtait de l'or gratuitement à A. De façon réciproque, A ne voudrait pas garder les papiers imprimés par B. Les monnaies créées par A et par B sont différentes.

De nos jours, c'est la monnaie créée par la banque centrale, et par elle seule, (on utilise le terme « argent banque centrale ») qui tient le rôle de l'or. Aujourd'hui, la banque A paie les 1 000 qu'elle doit à B soit en lui remettant de l'argent banque centrale. Or, du fait de la croissance économique, de la monnaie supplémentaire est constamment créée par les banques commerciales. Sous peine d'asphyxie du système bancaire, il faut bien que la banque centrale crée aussi constamment sa monnaie en quantités supplémentaires. Comment ? En la prêtant aux banques commerciales.

En outre, à l'automne 1998, la Fed organise le sauvetage du fonds LTCM (*Long Term Capital Management*). Par peur de l'impact sur le marché si LTCM avait cédé tous ses actifs dans la précipitation, la Fed a réuni les responsables des banques et des fonds d'investissement les plus puissants du monde pour qu'ils trouvent une solution : après des tractations, ces responsables injectent 3,5 milliards de dollars dans le fonds.

Par ailleurs, la défiance sur les marchés commence à se propager par un effet de domino. Premières victimes potentielles de la contagion : les pays dits émergents. Le Brésil, en particulier, apparaît très vulnérable. Si sa monnaie (le real) avait dévié, elle aurait entraîné dans sa chute les autres devises d'Amérique centrale, un peu comme la chute du bath thaïlandais en 1997 avait fait dévaliser les autres monnaies asiatiques. Devant ce risque, les États-Unis débloquent la participation financière qu'ils tardaient à verser au FMI. Du coup, celui-ci peut boucler, le 13 novembre 1998, un plan d'urgence de 41,5 milliards de dollars pour le Brésil. Celui-ci finira par céder aux attaques contre sa monnaie, mais seulement le 13 janvier 1999. Le gros de la crise était déjà passé : il n'y eut pas d'effet domino.

Deux autres éléments sont à rappeler. D'une part, c'est à cette époque que le Japon (sous le gouvernement Obuchi) décide – enfin ! – un plan de sauvetage du secteur bancaire (sur fonds publics). D'autre part, malgré la tourmente financière de la fin 1998, les monnaies européennes ne bougent pas entre elles. Signe que l'euro (qui naîtra le 1<sup>er</sup> janvier 1999) était devenu une perspective crédible.

## Le krach lent de la « nouvelle » économie

À la fin des années 1990, les marchés se prennent de passion pour la « nouvelle économie ». Avec justesse, certains observent que les technologies de l'information et de la télécommunication (TIC), notamment Internet, créent de nouvelles demandes et de nouveaux débouchés. Mais ils en déduisent aussi que, grâce aux TIC, la productivité de tous les secteurs va augmenter de façon miraculeuse, même dans les secteurs qui ne sont que peu consommateurs de ces TIC. Mieux, l'émergence de la « nouvelle économie » allait révolutionner toutes les « lois » de l'économie et mettre le monde sur la voie d'une croissance forte sans

inflation. Comme pour les tulipes, c'est l'euphorie. Les valeurs Internet, cotées au Nasdaq, (les valeurs *DotCom*) connaissent un véritable engouement.

À partir de mars 2000, et pendant une période d'environ deux ans, la Bourse américaine, entraînée vers le bas par le Nasdaq, part à la baisse et attire vers le bas les Bourses européennes. Il ne s'agit donc pas d'une chute brutale, mais d'une décrue régulière. Voilà pourquoi cette crise laisse moins de traces dans les esprits. Pourtant, les Bourses, qu'elles concernent la nouvelle ou la vieille économie, perdent, en deux ans, environ la moitié de leur valeur !

Si le souvenir de ce krach lent s'est à ce point estompé, c'est sans doute aussi en raison du 11 septembre 2001 (qui avait temporairement jeté la panique dans les marchés) puis de l'affaire *Enron* (voir chapitre 4). Pendant toute cette époque, les autorités monétaires américaines réagissent avec détermination. Elles baissent très fortement les taux d'intérêt... alimentant ainsi la crise qui interviendra quelques années plus tard. À bien des égards, il faut penser la crise des *subprimes* dans le prolongement de l'éclatement de la « bulle Internet ».

## La crise des « *subprimes* » de 2007 et 2008

### Une fusée à plusieurs étages

Les crises de 1997 et 1998 avaient affecté la finance sur toute la planète, mais elles étaient nées à la périphérie du système (il n'est pas certain que l'on puisse dire longtemps des émergents qu'ils sont à la périphérie...). Avec la crise des « *subprimes* », c'est du cœur du système financier mondial, du cœur de la finance américaine, que part la crise. Dans une large mesure, la mécanique folle menant à la crise tient d'une fusée spatiale : elle comporte (pour simplifier) deux étages de composants menant à la détonation.

Premier étage : une frénésie de prêts immobiliers à des ménages potentiellement incapables de rembourser. Le facteur déclencheur se situe dans le secteur immobilier. Pour faire simple, des ménages, que l'on

savait insolvables, à qui les banques avaient prêté dans des conditions parfois douteuses, finissent par ne plus pouvoir faire face à leurs engagements.

## POUR ALLER PLUS LOIN

### **Subprime**

Le terme de « *subprime* » désigne la note, la « cote », attribuée à des emprunteurs qui présentent un risque élevé de ne pas pouvoir rembourser leur crédit immobilier, tout simplement parce que leurs revenus sont faibles (l'emprunteur fiable étant dits « prime »).

Depuis le début des années 2000, des courtiers démarchent les ménages. Pour gagner le plus de commissions possible, ils les poussent à s'endetter de façon totalement imprudente. Avec certains prêts dits « No doc » (les emprunteurs n'ont pas à fournir de documents sur leur revenu ou leur patrimoine), les ménages s'endettent tellement que leurs échéances mensuelles futures atteindront au moins le montant de leur revenu. Des prêts bénéficient de « teaser rates » (le taux d'intérêt des premières années est faible, pour masquer le fait qu'il grimpera ultérieurement). George Soros dans son livre *La Vérité sur la crise financière* rapporte que certains prêts sont dits « ninja » (*no income, no job, no asset* : c'est-à-dire « accordés à des emprunteurs sans revenu, sans emploi, sans patrimoine ! »).

### **Le volume des crédits *subprime* a priori trop faible pour causer une crise**

Grosso modo, les crédits *subprime* représentent, avant le début de la crise, entre 1 000 et 1 400 milliards de dollars (selon les estimations), à comparer avec une capitalisation boursière aux États-Unis de 20 000 milliards de dollars. Le système aurait peut-être pu absorber le choc si, à l'imprudence dans l'octroi des prêts immobiliers, ne s'était ajoutée une sophistication si grande dans les montages financiers que plus personne ne savait où se logeait le risque.

Une fois qu'ils ont fait signer les demandes d'emprunts, les courtiers les passent aux banques en touchant leur commission ; ils ne sont plus concernés par la suite des événements. A priori, tel ne devrait pas être le cas des banques. Dans la mesure où, normalement, ce sont elles qui portent le risque lié au crédit, on se dit qu'elles vont être prudentes sur la probabilité de défaut des ménages. Erreur !

### La bulle immobilière et la spirale du crédit

À ceux qui hésiteraient à emprunter, on explique que l'appréciation – présentée comme certaine – de leur maison les aidera à faire face à leurs engagements. En effet, aux États-Unis, lorsque la valeur du bien qui gage le prêt augmente, elle permet aux ménages d'accroître leur endettement en proportion de cette augmentation. Cette possibilité est appelée le « cash out » (l'équivalent français « extraction hypothécaire » est bien plus rarement employé !). Les emprunteurs peuvent consacrer ce crédit supplémentaire à honorer leurs échéances ou, s'ils n'ont en pas besoin, à financer des dépenses de consommation. Ainsi, la flambée des prix immobiliers donne l'illusion d'avoir un supplément de pouvoir d'achat ou de capacité d'endettement. Quand les prix viennent à chuter, la magie n'opère plus et le réveil est douloureux.

C'est là qu'intervient le deuxième étage de la fusée qui, lorsqu'il prendra feu, propulsera la crise à un pic. À cet étage, la machinerie est complexe. Il convient déjà de distinguer un premier rouage. Les banques se débarrassent de ces crédits en les vendant (on parle de modèle « originate and distribute »). Elles les vendent à des structures *ad hoc* spécialement créées à cet effet (les « conduits »). Pour les banques, ce mécanisme présente un premier avantage : en sortant ces crédits de leur bilan, elles contournent les réglementations dites « prudentielles » (voir chapitre 6) qui les obligent à renforcer leurs fonds propres quand elles accordent davantage de prêts. Vendre le crédit que l'on vient d'accorder induit des comportements dangereux : comme la banque sait qu'elle pourra se débarrasser de ce crédit, elle n'est pas incitée à prêter une grande attention au risque qu'il présente. Du coup, elle n'est pas plus prudente dans sa distribution de prêts que ne le sont les courtiers qui démarchent les ménages.

Mais la mécanique comporte bien d'autres rouages. Pour acheter aux banques les crédits immobiliers dont elles se débarrassent, les « conduits » empruntent sur les marchés en émettant des titres (la plupart du temps à court terme). Ces titres (dont les ABS, *asset backed securities*), qui sont adossés aux titres vendus par les banques, peuvent ensuite changer de main sur les marchés. Des crédits bancaires sont ainsi transformés en titres : on parle de « titrisation ».

## POUR ALLER PLUS LOIN

### La titrisation : une liquéfaction

Le marché financier transforme des investissements de long terme (par exemple, un apport de capital à une entreprise) en des titres susceptibles d'être revendus et rachetés à tout instant, en d'autres termes en titres *négociables* (par exemple, des actions). La titrisation pousse cette logique de négociabilité jusqu'au bout. Elle transforme des crédits bancaires, qui constituent normalement une relation de long terme entre la banque et un emprunteur (un ménage qui veut se loger, une PME qui veut se développer) en titres totalement liquides (tant qu'il y a quelqu'un pour les acheter !). La pierre philosophale des alchimistes était supposée opérer la « transmutation » du plomb en or : la titrisation réalise la « liquéfaction » des créances bancaires.

La mécanique est encore un peu plus compliquée. D'une part, il n'y a pas que les crédits immobiliers qui fassent l'objet de titrisation. Des prêts de toutes natures sont ainsi transformés en produits financiers négociables : les prêts à la consommation, les crédits aux PME... D'autre part, les titres liquides vendus ne présentent pas tous le même degré de risques : cela dépend du crédit sous-jacent. Les titres sont découpés en tranches différenciées selon leur exposition au risque. Ainsi, il y a non seulement titrisation, mais aussi « structuration ».

Du fait de la complexité des montages (certains titres sont construits sur d'autres titres eux-mêmes assis sur des crédits !), les acheteurs des titres (qu'il s'agisse de banques ou d'épargnants) sur les marchés ne savent plus du tout s'ils font l'acquisition d'un actif risqué ou non. Ils le peuvent d'autant moins que les risques des différentes « tranches » sont supposés être évalués par les agences de notation (voir chapitre 6).

Or, celles-ci n'ont pas intérêt à être trop regardantes, car elles sont payées par les conduits en fonction du volume de titres écoulés. Les titres passent donc de main en main sans que personne ne sache quel risque il prend. À bien des égards, la crise des *subprimes* est une crise de l'excès de complexité.

## Le déclenchement de la crise et son aggravation

Il est difficile de dater avec exactitude la crise des *subprimes* non seulement parce qu'elle a eu plusieurs phases, mais aussi parce que, à l'heure où cet ouvrage est rédigé, rien n'indique qu'elle soit achevée.

Les premiers signes avant-coureurs datent de début 2007, peut-être même de 2006. En effet, dans le secteur des crédits *subprimes*, le taux de défaut (c'est-à-dire la proportion des ménages qui ne peuvent plus faire face à leurs engagements) augmente alors sensiblement. En raison du nombre croissant d'impayés, de nombreuses maisons sont à vendre. Les prix baissent. Le mécanisme du « cash out » (extraction hypothécaire) décrit précédemment ne joue plus. Des ménages voient leur maison saisie. Les ABS qui s'échangent dans le marché financier, gagés sur les crédits qui ne valent plus grand-chose, commencent à affecter la situation des banques (ainsi, le 2 février 2007, la filiale américaine de la banque HSBC annonce des pertes liées aux *subprimes*) et, par conséquent, à être regardés avec méfiance.

On date le « vrai » début de la crise à l'été 2007. En juin et juillet, les agences de notation déclassent de nombreux titres adossés à l'immobilier qui circulent sur les marchés. Fin juillet, début août, la banque allemande IKB menace de faire faillite. Le 6 août, American Home Mortgage, spécialisée dans le crédit immobilier, entame une procédure de faillite. Le 9 août, BNP-Paribas suspend la cotation de trois de ses fonds d'investissements. Un vent d'inquiétude traverse les principales places financières. La BCE (Banque centrale européenne) injecte ce jour-là 95 milliards d'euros dans le marché interbancaire. D'autres banques centrales font la même chose. C'est le début « officiel » de la crise.

Il n'est pas possible ici de transcrire fidèlement tous les épisodes de la crise depuis l'été 2007. En voici les principaux rebondissements.

### Quelques moments forts de la crise des *subprimes*

- 9 août 2007, fermeture par BNP-Paribas de trois de ses fonds d'investissement. Début des interventions massives des banques centrales.
- Septembre 2007, Northern Rock est au bord de la faillite, ce qui menace de provoquer une panique bancaire au Royaume-Uni (des files d'attentes se forment devant les guichets de cette banque).
- Janvier 2008, la Société Générale annonce qu'elle a perdu 6,9 milliards d'euros sur les marchés : 2 milliards sont liés aux *subprimes* ; 4,9 aux opérations d'un seul *trader*, Jérôme Kerviel, qui a pris des engagements à hauteur de 50 milliards d'euros (soit davantage que la valeur boursière de sa banque).
- Février 2008, la banque britannique Northern Rock est nationalisée.
- Mars 2008, la banque d'affaires américaine Bear Stearns est sauvée de la banqueroute par la Réserve fédérale qui la renfloue en urgence, puis elle est rachetée par JP Morgan à un prix bradé.
- 7 septembre 2008, les deux institutions américaines de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac sont mises sous tutelle par le Trésor.
- 15 septembre 2008, la banque d'affaires américaine Lehman Brothers se déclare en faillite. Ni la Réserve fédérale ni le Trésor ne se portent à son secours. L'onde de choc est considérable. À cette date, la crise entre dans une phase aiguë et menace même de dégénérer en panique bancaire. C'est à cette époque, par exemple, que les journaux en France donnent des détails sur les mécanismes de garantie des dépôts. Le danger est majeur.
- Le même jour, la banque d'affaires Merrill Lynch est rachetée par Bank of America.

- 17 septembre 2008, l'assureur américain AIG se voit allouer 85 milliards de dollars par la Fed. *De facto*, il est nationalisé.
- 29 septembre 2008, la Chambre des Représentants rejette, aux États-Unis, la première version du plan de sauvetage financier présenté par Henry Paulson. L'indice Dow Jones plonge.
- Octobre 2008, le gouvernement de l'Islande prend, d'abord partiellement puis totalement, le contrôle de son système bancaire.

Si ce qui aurait pu rester cantonné à une crise immobilière dégénère en crise de système, c'est que les produits financiers nés de la titrisation, devenus des titres hautement « toxiques », se sont échangés massivement sur les marchés, et notamment entre banques. Or, non seulement plus personne n'en veut, mais chaque banque se met à douter (avec quelque raison !) de la santé de ses consœurs. Du coup, les banques ne se font plus confiance et ne se prêtent plus entre elles. D'un problème (grave) de solvabilité des ménages les plus pauvres aux États-Unis, on est passé à une crise de liquidités. Celles-ci disparaissent totalement de certains marchés, comme le marché interbancaire. Ainsi, c'est parce qu'elle ne trouve plus de liquidités en septembre 2007 que la banque Northern Rock menace de faire faillite.

## POUR ALLER PLUS LOIN

### **Le marché interbancaire : le marché de la monnaie banque centrale**

Il a déjà été souligné que les banques qui tiennent des comptes ont le pouvoir de créer de la monnaie *ex-nihilo* à l'occasion d'un prêt, que chacune crée sa *propre* monnaie et que le système bancaire dans son ensemble a besoin de la monnaie « banque centrale ». À présent, il faut comprendre que les banques commerciales se prêtent constamment entre elles cet argent « banque centrale ». Revenons encore à l'époque de l'or. Une banque A émet en trop grande quantité ses propres billets. Un beau matin, elle sait que ses clients viendront plus nombreux que d'habitude convertir leurs billets en or. Si elle n'a pas assez d'or, elle doit en emprunter à la banque B ou à la banque C... ou au marché du prêt de l'or entre banques. De nos jours, la monnaie « banque centrale » a pris la place de l'or. Les billets que nous utili-

sons font partie de cette monnaie banque centrale, puisque seule la banque centrale les imprime désormais. Si, par exemple, il prend aux seuls clients de la banque A la liberté de consommer massivement, en payant avec les billets, la banque A doit à coup sûr emprunter de l'argent banque centrale auprès de ses consœurs (ou, si elles n'en ont pas assez, auprès de la banque centrale). Le marché de l'argent banque centrale entre banques commerciales s'appelle le marché interbancaire. Il s'est tari pendant la crise des *subprimes*.

## Les interventions des autorités publiques

La justification et la logique des réactions des autorités seront expliquées au chapitre 5. Cependant, les interventions justifiées par la crise des *subprimes* s'avèrent si massives qu'elles constituent une sorte de cas d'école à fort contenu pédagogique. Contrairement à ce qui s'était passé après la crise de 1929, elles ont même fait l'objet d'une concertation internationale – certes relative.

### ■ La mobilisation de la politique monétaire

Lors de la crise des *subprimes*, un outil est manié de façon massive : la politique monétaire. Dans la période où la liquidité a complètement disparu de certains marchés – notamment le marché interbancaire – les banques centrales ont une préoccupation majeure : injecter des liquidités dans le système, pour éviter que les banques ne tombent en faillite les unes après les autres. Pour ce faire, elles peuvent baisser les taux, de manière à ce que l'argent soit moins cher. La Réserve fédérale constitue un exemple de cette détente résolue des taux pendant la crise des *subprimes*.

Baisser le prix de l'argent ne suffit pas : il faut également jouer sur les quantités. Confrontée à la crise des *subprimes*, les banques centrales n'hésitent pas à injecter davantage de liquidités dans le circuit bancaire qu'elles ne le font en temps normal. Elles accroissent donc le montant des refinancements qu'elle accorde aux banques. C'est ce qui a été fait de façon massive à la fois par la Réserve fédérale et par la Banque Centrale Européenne.

L'utilisation de la politique monétaire sera approfondie au chapitre 5.

## ■ La mobilisation des finances publiques pour sauver les banques

Le Royaume-Uni est un des pays qui ont mobilisé le plus vite l'argent public pour endiguer la crise. Les finances publiques ont d'abord été sollicitées pour nationaliser la banque Northern Rock. Bien que réticent à l'intervention étatique, le gouvernement a fait montre de pragmatisme puisqu'il a décidé en octobre 2008 la nationalisation partielle de quatre grandes banques.

Aux États-Unis, la réaction semble, à certains moments, plus hésitante, mais s'avère massive. D'abord, il ne faut pas oublier qu'en janvier 2008 l'administration Bush a décidé un plan de 170 milliards de dollars pour stimuler l'économie. En septembre, le Trésor décide la nationalisation de deux agences semi-publiques de titrisation, Fannie Mae et Freddie Mac. Le même mois, il entre dans le capital de l'assureur AIG.

Et surtout, en septembre 2008, Henry Paulson, secrétaire d'État au Trésor, élabore un plan de sauvetage des banques d'un montant de 700 milliards de dollars. Dans une première version, ce plan (adopté par le Congrès le 3 octobre après quelques péripéties) prévoit de racheter aux banques leurs crédits dépréciés et d'en étaler la revente dans le temps pour faire en sorte que le marché ne s'effondre pas (à l'image de ce qui avait été fait en France pour le Crédit Lyonnais). Dans une seconde version (datant du 12 novembre), le plan Paulson prévoit plutôt d'entrer dans le capital des banques (250 milliards sont prévus à cet effet sur les 700). Début 2009, l'administration Obama envisage à nouveau de racheter aux banques leurs actifs « pourris »

En France, c'est un effort de 360 milliards d'euros qui a été prévu mi-octobre 2008. Le chapitre 5 reviendra sur ce qui motive l'État à consacrer de telles sommes au soutien du secteur bancaire.

## ■ Des gestes au niveau international

Pendant la crise des *subprimes*, la communauté internationale a su, au moins, donner l'apparence d'une réponse coordonnée entre les grands pays (le souvenir des réactions nationales de 1929 reste sans doute dans les esprits des gouvernants).

Le vendredi 10 octobre, le G7 décide cinq principes communs pour guider l'action des grands pays face à la crise. Parmi ces cinq axes, le fait de ne pas permettre la faillite d'un établissement bancaire qui soit susceptible d'affecter le système financier (en clair, ne pas recommencer l'épisode Lehman Brothers !).

La réunion de l'Eurogroupe dimanche 12 octobre débouche également sur l'adoption de principes communs, parmi lesquels assurer des liquidités suffisantes aux institutions financières, leur apporter les ressources en capital dont elles ont besoin pour financer l'économie...

Enfin, un sommet réunit, le samedi 15 novembre à Washington, 20 pays parmi ceux qui pèsent économiquement le plus lourd (le G20). Il ne prend pas d'initiative révolutionnaire, mais définit des champs d'action (réviser le système financier et de régulation de chaque pays, améliorer la régulation de la faillite...). Il se fixe aussi un agenda de mesures à prendre d'ici fin mars 2009 : réformer les normes comptables pour les titres financiers complexes ; soumettre les agences de notation à des normes plus exigeantes et en faire sanctionner le respect par les régulateurs.

## Quelques leçons à tirer...

Le rappel des crises qui ont fait l'objet de ces deux premiers chapitres n'est pas exhaustif. Celles qui ont été commentées l'ont été pour leur célébrité (crise de 1929) ou pour leur caractère édifiant (crise de la Compagnie des mers du Sud, exemple d'un engouement pour une société dont les perspectives d'activité étaient largement virtuelles).

Un tour d'horizon complet n'aurait pas négligé, par exemple, la crise des compagnies de chemin de fer aux États-Unis au XIX<sup>e</sup> siècle ou celle des brasseries dans les années 1880. Des ouvrages comme celui de Kindleberger ou comme le rapport n° 50 du CAE passent en revue les crises de façon plus complète. Les observations statistiques de ce dernier rapport (*Les Crises financières*, écrit en 2004) sont intéressantes à rappeler.

Premier constat : une accélération des crises depuis les années 1970. « En période longue, la fréquence des crises financières (entendues comme crises bancaires ou de change) s'est accrue depuis 1971, c'est-à-

dire depuis l'abandon du système de Bretton Woods qui régissait les relations internationales et avait institué le régime des taux de change fixes mais ajustables d'après guerre ».

## POUR ALLER PLUS LOIN

### Changes flottants

Système monétaire international dans lequel le prix d'une monnaie par rapport à une autre (son « taux de change ») résulte du jeu des marchés. La fin du système de Bretton Woods a marqué le passage des changes fixes (où les taux sont fixés de manière institutionnelle) aux changes flottants. Dans la réalité, les flottements sont plus ou moins purs et plus ou moins encadrés. Par exemple, le Système monétaire européen (SME), ancêtre de l'euro, se donnait pour but de contenir les variations des monnaies européennes dans des fourchettes assez étroites. Par ailleurs, de nombreux pays émergents essaient de « coller », ou d'ancrer, leur monnaie au dollar (ou à un panier de monnaies).

Second constat : la réapparition des crises bancaires à partir des années 1970. Ce retour des crises bancaires est particulièrement souligné par les auteurs : « Peu fréquentes sur la période 1880-1913, elles se sont multipliées pendant l'entre-deux-guerres et, après une éclipse totale pendant la période de Bretton Woods, elles sont réapparues au début des années 1970 et, depuis, leur fréquence n'a cessé de s'élever ». Le rapport fait état des travaux d'économistes qui recensent, depuis 1970, « 117 crises bancaires dites à caractère systémique qu'ils définissent empiriquement comme ayant exigé une recapitalisation quasi générale des banques. »

En outre, estime ce même rapport, « la période actuelle est bien marquée par le retour de crises financières majeures ». Or, les dernières décennies ont été marquées par la dérégulation financière et bancaire. Celle-ci doit sans doute être rangée parmi les causes des crises, causes qui sont examinées au chapitre suivant.

Chapitre 3

# Tentatives d'explications des crises financières



Tenter de comprendre les crises financières ne consiste certainement pas à dire quel facteur ou quelle information nouvelle (la faillite d'une entreprise ou d'une banque, une mauvaise statistique conjoncturelle...) a pu déclencher, pour telle ou telle crise (celle des tulipes, celle de 1929, celle des *subprimes*...) le début de la panique. Cela consiste plutôt à comprendre pourquoi, pendant une période plus ou moins longue, les marchés financiers ressentent un tel engouement pour un actif, un placement ou une innovation (les bulbes de fleurs, les valeurs dites « dotcom », les produits titrisés...) qu'ils en perdent tout sens de la mesure et toute considération du risque.

Les explications de ces phases d'emballlement sont multiples. Certaines portent plutôt sur la « périphérie » de la logique financière sans la remettre en cause. Il suffirait de lui apporter quelques améliorations (par exemple une information plus complète), de faire quelques réglages, pour que tout reparte d'un bon pied.

À regarder les décisions prises dans la foulée des crises des dernières décennies (l'avenir dira si la crise des *subprimes* constitue une exception), il semblerait que la communauté internationale ait ce type d'opinion. Ni après la crise de 1987 ni après celles de 1997 et 1998, elle n'a modifié en profondeur la régulation du capitalisme financier, se contentant de mesures rendues nécessaires par la dernière crise en date.

À ce propos, Patrick Artus et Marie-Paule Virard, dans *On comprend mieux le monde à travers l'économie*, parlent d'un « capitalisme de fuite en avant qui ne s'amende que contraint et forcé selon le principe a

minima du *learning by doing wrong*. Autrement dit, lorsqu'on a les gendarmes financiers sur le dos. Pas de quoi se vanter ».

D'autres explications portent sur la logique même de la sphère financière, jusqu'à la remettre en cause parfois. Pour ces analyses, les causes des crises ne sont pas à chercher « à la marge ». Ce ne sont donc pas quelques ajustements qui sont susceptibles de régler, ou mieux, de prévenir les problèmes.

Le plan suivi ici emprunte cette logique ; allant des considérations les plus périphériques à celles qui s'interrogent sur la logique même de la finance.

## Des failles dans les informations et les compétences

Pour certains, les emballements des marchés, et les crises qui leur succèdent, doivent trouver leur explication soit dans un défaut de l'information (elle ne serait ni assez complète ni assez transparente) soit dans un défaut de compétence (les professionnels seraient mal formés), mais pas dans la nature même du modèle.

### Une information incomplète

Ce reproche est souvent fait, a posteriori, par les investisseurs qui se sont fait « piéger ». Les informations mises en accusation peuvent être de nature macroéconomique ou microéconomique.

#### ■ Les statistiques macroéconomiques

Au niveau macroéconomique, il est d'usage de pointer du doigt, a posteriori, l'opacité des pays dans lesquels on a perdu de l'argent. Par exemple, certains commentateurs ont considéré que les crises de 1997 s'étaient déclenchées en partie parce que les statistiques des pays asiatiques manquaient de transparence et de fiabilité. Après avoir utilisé l'expression de « miracle asiatique », on utilisait à l'égard des Dragons le qualificatif « économies de la connivence ».

Une analyse en termes d'insuffisance de l'information a également été faite dans le cas de la crise russe de 1998. Peut-être cet argument n'est-il pas entièrement infondé pour certaines crises, mais il ne suffit sans doute pas à expliquer ni les excès d'enthousiasme ni les déclenchements des crises.

Dans le cas de la crise asiatique, le fait que les statistiques gonflaient peut-être la croissance ne constitue pas l'élément central de la crise. Comme le remarque Paul Krugman dans *Pourquoi les crises reviennent toujours*, il ne faut pas douter de la réalité de la croissance asiatique avant 1997 : « Les progrès de l'Asie étaient visibles à l'œil nu – les gratte-ciel là où autrefois il n'y avait que des cabanes, les routes à la place des pistes, les automobiles au lieu des bicyclettes. »

Dans le cas de la crise russe, il est difficile de prétendre que si les marchés ont pris des risques, c'est uniquement parce qu'on les avait mal informés. Ils étaient au courant de l'essentiel. Un État déficitaire qui ne parvient à honorer les dettes qui arrivent à échéance qu'en s'endettant à nouveau, à court terme et à des taux de plus en plus vertigineux, aurait légitimement pu susciter leur méfiance ! Simplement, les marchés ne *voulaient* pas croire à la défaillance de la Russie, persuadés qu'ils étaient que le FMI allait servir de police d'assurance à leurs placements en apportant son soutien financier à la Russie.

### ■ Les comptes des sociétés

Au niveau microéconomique, on déplore parfois l'information insuffisante, voire mensongère, dispensée par les comptabilités des entreprises, ainsi qu'un contrôle trop lâche exercé par leurs dirigeants, quand ce n'est pas des pratiques mensongères ! Il y a quelques années, plusieurs affaires ont défrayé la chronique aux États-Unis : Imclone (biotechnologies), Qwest Com et WorldCom (télécommunications)... mais surtout Enron.

Cette société texane, spécialisée dans le courtage de l'énergie, s'était développée très rapidement au point de devenir une des plus grosses capitalisations américaines. Elle procédait à une telle inventivité comptable et juridique que le chiffre d'affaires était exagérément gonflé, les actifs largement surévalués et la situation globale du groupe très diffi-

cile à saisir. Les comptes étaient certifiés par le cabinet comptable Arthur Andersen. Celui-ci avait fait plus que fermer les yeux ; il avait activement couvert certaines manipulations, par exemple en détruisant des documents. Quand l'engouement général pour Enron a brusquement cessé, une spirale s'est enclenchée qui a non seulement conduit Enron à la faillite (en décembre 2001), mais aussi entraîné la condamnation et le dépeçage du cabinet Arthur Andersen, qui avait perdu ce qu'il y a de plus précieux pour ce genre d'activité : sa réputation.

Si le marché est mal informé à causes de manipulations comptables, comment pourrait-il fonctionner de façon efficace ? À la suite des affaires de manipulation comptable du début des années 2000, plusieurs pays, dont les États-Unis, ont durci les exigences imposées aux entreprises en matière de fiabilité des informations. En France, cela s'est traduit par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 puis par la loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et modernisation de l'économie.

#### Les effets imprévus de la loi « Sarbanes-Oxley »

Cette loi de 2002 entend renforcer les contrôles aux États-Unis. Elle contraint les dirigeants de sociétés à certifier personnellement les comptes de leur entreprise, elle soumet les auditeurs comptables à un contrôle et elle aggrave les sanctions pénales pour les dirigeants indéliçats. Cette loi, qui traduit des préoccupations légitimes, a des conséquences imprévues : elle pousse certaines entreprises à sortir de la Bourse, afin de ne plus être soumises à des obligations de transparence comptable !

#### ■ L'absence d'information concernant certains nouveaux acteurs de la finance

Qu'il puisse y avoir, dans le domaine des statistiques macroéconomiques, une information incomplète ou embellie, est un reproche souvent fait *par* le monde de la finance. En revanche, certains font le même type de reproche *au* monde de la finance. Ils déplorent que des nouveaux acteurs, comme les « *hedge funds* », n'aient à respecter presque aucune obligation d'information et ne soient pas soumis au contrôle prudentiel.

## POUR ALLER PLUS LOIN

### L'opacité reprochée à certains fonds

Il s'agit des fonds d'investissement de nouvelle génération. Parmi ceux-ci, figurent les *hedge funds* (en français, « fonds spéculatifs » ou « fonds alternatifs »). Ils ne sont pas cotés, s'adressent à une clientèle avertie. Ils sont peu régulés, voire pas du tout. De toute façon, la plupart sont installés dans des centres *off-shore*, ce qui accroît leur opacité. Leur vocation est d'offrir des performances supérieures à celles de la Bourse. Les fonds de *private equity* (ou de « capital investissement ») ne diffusent pas non plus beaucoup d'informations sur leur activité. Cela dit, ils ne doivent pas être confondus avec les *hedge funds*. Ils investissent dans des entreprises non cotées (ou qu'ils sortent de la cote) qu'ils accompagnent dans leur développement. Loin de se désintéresser de leurs perspectives à moyen terme, ils tentent d'en améliorer la gestion.

## Des compétences dépassées par la complexité ?

### ■ Chez les non-spécialistes de la finance...

La complexité des produits et des montages financiers devient parfois telle que les acteurs peinent peut-être à s'y retrouver eux-mêmes. En tout cas, elle brouille singulièrement la vue de ceux qui sont à chacun des bouts de la chaîne financière : les emprunteurs et les prêteurs.

Dans le rapport n° 78 du CAE consacré à *La Crise des subprimes*, les auteurs constatent la « hausse des prêts aux ménages économiquement les plus fragiles (...) Or, dans le même temps, les contrats de prêts sont devenus de plus en plus complexes : en particulier, la part des prêts à taux variables et des prêts hybrides (dont le taux est réajusté à la hausse, après une période de deux ans, par exemple) a fortement augmenté. »

Il n'y a pas qu'aux emprunteurs que les professionnels de la finance proposeraient des produits qui dépassent leurs compétences et dont ils ne peuvent pas se méfier. « À l'autre bout de la chaîne, constate le même rapport, certains épargnants ont aussi été victimes de la complexité des produits financiers. » Du fait de certains habillages

publicitaires équivoques, des ménages, soucieux de placer leurs économies, ont cru acquérir des placements monétaires sans risque alors qu'ils achetaient des produits risqués issus de la titrisation.

Jouer ainsi sur le manque de compétence financière des gens dont ce n'est pas le métier entretient la frénésie pour la finance quand tout va bien. Mais ce genre de pratique sape, lorsque les choses tournent mal, un principe fondamental de la sphère financière : la confiance.

### ■ ... et aussi chez les professionnels

Il se peut aussi que les acteurs des marchés eux-mêmes, ainsi que les autorités chargées de les réglementer, soient constamment en retard par rapport aux dernières innovations financières. Le rapport n° 50 du CAE sur les crises financières estime ainsi que « chaque innovation majeure, en stimulant de nouvelles stratégies, a débouché sur une fragilité financière, appelant en retour une forme ou une autre de réglementation ». Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, le rapport estime que la crise boursière de 1987 semble résulter, entre autres facteurs, de « la généralisation de routines d'achat/vente incorporées dans des logiciels (*programm trading*) ». À chaque fois, la communauté financière mettrait du temps à s'adapter à ses propres innovations, ce qui entretiendrait une séquence « innovation, crise, apprentissage ».

La réglementation, quant à elle, serait toujours « en retard d'une guerre ». Dans l'ouvrage collectif *Comprendre la finance contemporaine*, Paul Jorion fait ce constat à propos des *subprimes* : « Réglementer prend beaucoup de temps, et c'est une tâche ardue (...) Les premières mesures sur la réglementation du secteur *subprime* sont entrées en vigueur en décembre 2007, alors que ce secteur n'existe plus depuis l'été 2007, date à partir de laquelle aucun prêt de ce type n'a plus été accordé. »

## Des comportements inadaptés

Les phases où les marchés s'emballent pourraient ne pas tenir seulement à une information incomplète et/ou à une compétence imparfaite. Selon certaines explications, les périodes d'euphorie puis le

déclenchement des crises tiennent au fait que des comportements, au niveau collectif, ne sont pas adaptés. Il peut s'agir des comportements des autorités publiques – lorsqu'elles pratiquent, par exemple, une politique monétaire trop accommodante. Il peut s'agir aussi des intervenants privés – qui, parfois, n'adaptent pas leur conduite alors que leur environnement, notamment réglementaire, a profondément changé.

## Le comportement des autorités publiques

### ■ Des périodes caractérisées par des liquidités (trop ?) abondantes

Une des causes des crises financières – par exemple, l'euphorie des années 1920 suivie par la crise de 1929, la hausse à la fin des années 1990 puis le dégonflement des valeurs Internet en 2000-2001, la bulle immobilière débouchant sur la crise des *subprimes* en 2007 – semble tenir à la présence d'un montant trop important de liquidités dans le monde.

Dans le cas de la crise des *subprimes*, cette abondance de liquidités tient certes en partie aux réserves en devises que certains pays exportateurs, notamment la Chine, ont accumulées. Ainsi, de décembre 2006 à décembre 2007, les réserves mondiales de change ont augmenté de 1 200 milliards de dollars. Reste que ce qui a également précédé cette crise, comme dans la plupart des krachs, c'est une création monétaire excessive.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### La mesure délicate des moyens de paiement en circulation

Définir et, a fortiori, quantifier, la monnaie ne sont pas des tâches aisées. Cela pose un problème de frontière. À première vue, on ne penserait pas à inclure certains placements à court terme (comme les livrets A ou les Codevi) dans la monnaie. Il le faut pourtant, car il est facile de virer une somme depuis son compte en banque vers un placement de court terme, et inversement. À une mesure étroite (appelée M1) de la monnaie (les pièces, les billets et toutes les sommes inscrites sur les comptes en banque), il faut ajouter de la « quasi-monnaie » (par exemple certains placements disponibles à tout moment).

D'après le rapport n° 78 du CAE consacré à *La Crise des subprimes*, le rapport entre M1 et le PIB (calculé pour une zone comprenant les États-Unis, la zone euro, le Japon, la Chine, le Royaume-Uni et le Canada) est passé d'une valeur comprise entre 18 et 20 % sur 1980-2000, à plus de 26% à partir de 2002, pour atteindre près de 30% en 2006-2007 ! Il y a donc eu de plus en plus de monnaie en circulation relativement à la richesse produite. Patrick Artus et Marie-Paule Virard se demandent dans *On comprend mieux le monde à travers l'économie*, « comment finit un monde gavé de liquidités ».

### ■ Le crédit, le levier et l'accélérateur financier

Quand les liquidités gonflent, c'est qu'il y a trop de crédit. La plupart des périodes d'emballement des marchés menant à une des déconvenues brutales ont, effectivement, été caractérisées par la facilité du crédit bancaire. Les agents, qui peuvent alors emprunter plus facilement, utilisent cet argent pour acheter des titres : le crédit facile alimente la hausse des actifs.

#### L'envolée des crédits spéculatifs avant la crise de 1929

D'après l'ouvrage *Les Grandes Crises*, les prêts aux *brokers* américains sont passés de 2 230 millions de dollars le 31 décembre 1924 à 8 525 le 4 octobre 1929.

Pour une entreprise (comme pour un fonds d'investissement), la possibilité de s'endetter plus ou moins massivement sur la base d'un capital relativement plus limité s'appelle le « levier ». Si le coût de la dette est faible (comme c'est le cas dans les périodes de crédit facile) et inférieur à la rentabilité économique de l'entreprise (ce que rapporte son exploitation), les actionnaires ont intérêt à ce que l'entreprise s'endette pour investir (dans de nouvelles machines, par exemple), car ils augmenteront la rentabilité de leurs apports en capitaux propres.

Dans sa *Brève histoire de l'euphorie financière*, Galbraith estime que, dans tous les épisodes spéculatifs, les acteurs de la finance ont pensé réinventer le levier.

L'effet pervers, voire le cercle vicieux, c'est que le renchérissement des titres alimente l'expansion du crédit. Pourquoi ? Parce que ces actifs peuvent servir de collatéraux, c'est-à-dire de garantie, à de nouveaux prêts. On retrouve ici un phénomène qui évoque celui du *cash out* décrit à propos des *subprimes* ; il concernait alors un actif immobilier. La spirale « distribution du crédit – hausse des titres » est appelée « accélérateur financier ».

### Le manque de compétence, un autre accélérateur financier ?

Certains auteurs voient une autre spirale menant à l'accélération du crédit. En période d'expansion, les banques auraient du mal à recruter de nouveaux salariés ; les personnes embauchées seraient donc moins bien formées ; donc moins regardantes sur la qualité de leurs opérations.

S'il est vrai que le crédit peut jouer un rôle à ce point permissif dans le déclenchement de certaines crises financières, pourquoi les banques centrales, qui scrutent attentivement la création monétaire et la distribution du crédit, ne prennent-elles pas les mesures préventives nécessaires en durcissant la politique monétaire tant qu'il est encore temps ?

#### ■ Une politique monétaire parfois trop relâchée ?

Le problème est qu'il semble ne jamais y avoir consensus pour juger qu'il est temps de serrer les boulons du crédit et de la monnaie. Souvenons-nous d'un épisode déjà rapporté dans cet ouvrage. En 1929, lorsque la Fed veut durcir la politique monétaire, elle subit un anathème de la part du président de la National City Bank.

George Soros raconte, dans *La Vérité sur la crise financière*, que plusieurs experts avaient tiré la sonnette d'alarme sur la crise des *subprimes*, sans être entendus.

À cet égard, la politique monétaire suivie dans les années 2002-2004 est symptomatique. Avant que le prix des matières premières ne devienne un sujet de préoccupation, le monde a vécu pendant plusieurs années

sans inflation. La place prise dans la production mondiale par les pays à bas coût salarial explique en partie la modération des prix. Du fait que l'inflation semblait éradiquée, les banques centrales pouvaient moins justifier des hausses de taux : elles ont été plutôt accommodantes et ont conservé des taux d'intérêt assez bas. Elles ont été comme piégées par leurs bons résultats sur le front de l'inflation : c'est le « paradoxe de la crédibilité ». Les taux de la Fed sont restés longtemps à 1 %. Cela dit, entre mi-2004 et mi-2006, la Fed a procédé à 17 hausses de taux consécutives, portant son taux de 1 % à 5,25 % au printemps 2007. Mais peut-être un peu tard.

### Paradoxes de la crédibilité et de la tranquillité

Entre 1996 et 2007, la hausse annuelle des prix est restée comprise entre 1% et 4% aux États-Unis, entre 1% et 3% en zone euro et au Royaume-Uni. Ce niveau modéré, malgré la remontée des cours des matières premières intervenue à partir de 2002, avait habitué les acteurs de la finance à un monde sans inflation. À tel point que, lorsque la Fed montait ses taux, cela laissait de marbre le marché des obligations, pourtant d'ordinaire sensible à tout risque d'inflation. Cette indifférence constituait un « paradoxe de la tranquillité ». Cette absence de réaction des taux longs aux hausses des taux courts décidées par la Fed était, pour Alan Greenspan, une « énigme », en anglais : *conundrum*. Sur les marchés, le terme *conundrum* a fini par désigner le fait que le rendement des obligations restait faible alors que les taux courts montaient.

### ■ La politique monétaire, pompier pyromane ?

En outre, à chaque fois qu'une crise a éclaté dans la période récente (crise russe de 1998, krach lent de la Nouvelle économie en 2000-2001, et crise des *subprimes* depuis août 2007) les banques centrales ont choisi d'ouvrir en grand le robinet du refinancement bancaire pour limiter les dégâts (voir le chapitre 4 sur les moyens de limiter l'impact d'une crise financière).

Du coup, certains considèrent que lorsque les autorités sont intervenues pour endiguer une crise, elles ont créé les conditions du gonflement de la bulle suivante. Après la crise Internet, les liquidités trop importantes ont alimenté le boom de l'immobilier. Après le début de la

crise des *subprimes*, on a même vu la spéculation se porter (temporairement ?) sur les actions des émergents et sur les prix agricoles. Dans ces conditions, Alan Greenspan, l'ancien patron de la Fed, est tantôt considéré comme un génie qui a porté à bout de bras la croissance américaine et mondiale, tantôt comme un « pompier pyromane ».

### Un jugement sévère sur Alan Greenspan

Le président de la Fed, du 11 août 1987 au 31 janvier 2006, a parfois été considéré comme le magicien de Wall Street. Certains jugements sont plus sévères. Dans une chronique du journal *Les Échos* du 3 novembre 2008, Jeffrey D. Sachs (université de Columbia) dresse un véritable réquisitoire : « La crise économique actuelle restera à jamais liée à la folie d'Alan Greenspan. (...) Soutenue par des organismes de surveillance qui n'ont pas joué leur rôle, la politique de l'argent facile a fait gonfler comme jamais les bulles immobilières et de crédit à la consommation aux États-Unis et dans d'autres pays (...) Alan Greenspan a alimenté deux bulles : celle de l'Internet entre 1998 et 2001 et, par la suite, celle de l'immobilier... »

## Les comportements du monde financier

À côté des autorités monétaires, constamment écartelées entre, d'une part, la volonté d'effacer les traces du dernier krach en date et, d'autre part, le souci de calmer l'inflation (surtout celle des actifs), les acteurs de la finance ont, eux aussi, parfois, des comportements en décalage avec la réalité. D'abord, à certains moments, peut-être tiennent-ils insuffisamment compte des modifications de l'environnement réglementaire. Ensuite, il est possible qu'ils se leurrent – et qu'ils soient nocifs – en pensant que la rentabilité financière peut rester longtemps très supérieure à la rentabilité économique.

### ■ Les effets des libéralisations financières mal digérées

Selon certains économistes, les enchaînements qui mènent aux crises financières tiennent au fait que le cadre réglementaire de la finance a, parfois, évolué très (trop ?) rapidement, sans que les comportements

aient eu le temps de s'adapter. Dans ce cas, plus la libéralisation est conduite à marche forcée, plus le risque est grand que les agents économiques aient des comportements inadaptés à la nouvelle donne.

### La déréglementation financière en France

C'est dans les années 1980 que les secteurs bancaire et financier ont connu, dans notre pays, une importante réforme. Celle-ci a consisté, notamment, à décloisonner aussi bien les marchés financiers que le secteur bancaire. Pour ce qui est des premiers, la réforme a, par exemple, facilité l'accès aux marchés à de nouveaux acteurs. Pour ce qui est des banques, on est passé, avec la loi bancaire de 1984 (et celles qui ont suivi), d'un système où chacun avait son « pré carré » (les PME, les exportations, le logement), à une logique où toutes les banques peuvent se concurrencer sur la plupart des activités.

Il se trouve que la libéralisation a d'abord été menée dans les pays développés puis, plus brutalement, dans les pays en développement. Le rapport n° 50 du CAE insiste sur ce décalage dans la séquence et dans le rythme des réformes. Dans le cas des pays nouvellement ouverts à la finance internationale, la « libéralisation financière est beaucoup plus récente : elle commence vraiment au début des années 1990 ; elle est beaucoup plus brutale : les pays émergents rattrapent pratiquement le degré de libéralisation des pays développés en trois ans ».

La différence dans la séquence des libéralisations explique peut-être que les crises aient, à plusieurs reprises ces dernières années, frappé les pays émergents. Il s'agirait d'un douloureux effet d'apprentissage. Le même rapport n° 50 du CAE remarque : « Les pays de vieille industrialisation et qui ont innové en matière financière ont connu tout au long de l'histoire des crises plus ou moins sévères qui ont suscité en retour l'émergence d'interventions publiques, de règles et de routines de gestion et même dans certains cas d'intériorisation de certains risques financiers ».

Malheureusement, en dépit d'une expérience plus longue (comme le montrent les quelques rappels du chapitre 1), les leçons n'ont pas toujours été tirées jusqu'au bout, même dans les pays développés. Au

### La libéralisation à marche forcée des pays asiatiques avant la crise de 1997

Pour l'économiste Michel Aglietta (qui s'exprimait ainsi dans un numéro de septembre-octobre 1998 de *Sciences Humaines*), les causes profondes de la crise asiatique « sont liées au processus de libéralisation financière engagé dans la plupart des pays de cette région à partir de 1992-1993. L'ancien régime de finance des économies asiatiques avait sa logique. L'organisation du crédit était traditionnellement fondée sur une épargne importante des ménages. Cette épargne servait à financer les investissements des entreprises, à l'origine de la forte croissance que ces pays ont connue depuis les années 1970. L'État exerçait un contrôle quantitatif du crédit. (...) Sous la pression des États-Unis et du FMI, les pays ont dû passer brutalement au début des années 1990 à une logique de libéralisation. »

Japon, le boom immobilier et boursier de la fin des années 1980 tient notamment au fait que les banques, évoluant soudain dans un cadre plus libéralisé, n'ont pas su adapter leur comportement.

#### ■ Une exigence de rentabilité poussant à l'endettement

Depuis plusieurs années, les investisseurs financiers semblent demander une rentabilité financière élevée de leur placement, supérieure à 10%, voire à 20%. Or de tels niveaux de rentabilité sont bien supérieurs aux taux de croissance de l'économie des pays développés, ainsi qu'à la rentabilité économique de la plupart des investissements « physiques ». En d'autres termes, une entreprise s'estime déjà satisfaite si son investissement dans de nouvelles machines de production ou dans une nouvelle usine lui rapporte un rendement annuel égal à 5 % des sommes ainsi utilisées.

Cette exigence du capitalisme financier s'applique à la rentabilité du capital. Les actionnaires veulent que le « rendement des fonds propres » (ou *return on equity*, ROE) soit le plus élevé possible. Pour que celui-ci dépasse ce que permet la croissance réelle, il faut que l'entreprise finance son développement autrement qu'en émettant de nouvelles actions – émission qui diluerait la place des anciens actionnaires, et

donc réduirait la part de leurs dividendes dans le résultat de l'entreprise. L'exigence en termes de ROE pousse donc l'entreprise à s'endetter : ce mécanisme s'appelle « effet de levier ».

### L'apparition d'un « modèle patrimonial » ?

L'expression appartient à l'économiste Michel Aglietta. La période récente serait marquée par le retour en force de l'actionariat. La gestion collective de l'épargne (assurée par des « investisseurs institutionnels », les « zinzins », par exemple les fonds de pension) ayant gagné du terrain, les dirigeants d'une entreprise n'ont plus affaire à un actionariat éclaté et peu exigeant, composé de petits actionnaires (les « veuves de Carpentras ») mais à des investisseurs pilotés par des professionnels. Ceux-ci seraient soucieux de vérifier, trimestre après trimestre, la rentabilité sur fonds propres de leurs investissements, quitte à exiger parfois des « dégraissages » dans les effectifs. La masse des salaires, et donc l'emploi, seraient devenus des variables d'ajustement. Par ailleurs, les investisseurs veulent réaliser eux-mêmes l'éventuelle diversification de leurs portefeuilles. Ils n'aiment pas que les entreprises dans lesquelles ils entrent le fassent à leur place : ils poussent celles-ci à se recentrer autour d'un métier.

Les banques ne sont pas à l'abri de cette course au rendement. Pour offrir une rentabilité élevée, elles sont régulièrement amenées à prendre des risques dans de nouveaux segments d'activité ou dans de nouvelles régions (par exemple, dans les pays asiatiques avant 1997). Dans le cas de la crise des *subprimes*, elles ont relâché leurs conditions d'attribution des prêts, notamment dans l'immobilier.

Avant le déclenchement de cette crise, et afin d'accorder toujours plus de prêts, les banques ont voulu contourner la réglementation prudentielle (voir chapitre 6). Celle-ci aurait dû les contraindre à augmenter leurs fonds propres. Or, une augmentation de capital ne fait pas l'affaire des actionnaires en place. Les banques ont vu dans la titrisation la recette-miracle pour sortir de leurs bilans les prêts qu'elles avaient accordés – avec le résultat que l'on sait.

## Une rationalité inadaptée

Que les comportements des acteurs de la finance ne soient pas toujours en phase avec l'évolution du cadre réglementaire, que les autorités monétaires n'arrivent pas à arbitrer entre bulle et récession, constituent des pistes possibles pour expliquer les crises. Ces hypothèses ne remettent pas en cause la logique même des marchés financiers.

Au contraire, certaines explications portent sur la rationalité spécifique aux marchés financiers. D'une part, les décisions des individus et de certains fonds seraient en quelque sorte biaisées par les incitations inadaptées. D'autre part, et cette critique est plus fondamentale, le marché serait, par sa nature même, sujet à des phases d'emballement et de déprime. Si cette critique était fondée, elle ferait voler en éclats l'argument selon lequel il ne faut pas entraver ou contrarier le marché.

### Des incitations contre-productives

Au niveau individuel, chaque *trader* est, par la nature même des règles du jeu dans les métiers de la finance, rationnellement conduit à « risquer plus pour gagner plus ». Le même type d'incitation à la prise de risque s'applique à chacun des fonds spéculatifs.

#### ■ Les rémunérations individuelles

Le mécanisme des rémunérations dans certains métiers de la finance (comme le métier de « trader ») constitue très certainement une forte incitation à la prise de risque inconsidérée. Elles prennent la forme de « bonus », c'est-à-dire de primes *salariales* versées (parfois en *cash*) en fonction de l'appréciation du supérieur hiérarchique (et avec l'indulgence des actionnaires quand il s'agit d'augmenter le ROE). Les chiffres des rémunérations en question sont considérables.

## Des rémunérations qui font rêver !

Le rapport n° 78 du CAE sur *La Crise des subprimes* livre des chiffres à peine croyables : « Fin 2006, le montant des bonus avait atteint des records : près de 24 milliards de dollars avaient été distribués par les cinq principales banques d'affaires à Wall Street, dont 53,4 millions de dollars pour le président de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, 40 millions de dollars pour John Mack de Morgan Stanley, 11 millions de dollars pour Richard Fuld de Lehman Brothers. Et malgré un dernier trimestre 2007 catastrophique pour la plupart des banques (hormis pour Goldman Sachs), les bonus de fin d'année ont augmenté pour atteindre 65 milliards de dollars ! »

Les bonus de ces salariés dépendent de leur performance immédiatement passée, et ne sont pas calculés en fonction d'une période longue. En toute rationalité, le *trader* est donc indifférent au risque potentiel à moyen ou long terme qu'il fait courir à sa banque. En outre, l'année suivante, il aura peut-être été embauché par une banque concurrente, moyennant un pont d'or. Pour résumer : les *traders* investissent un argent qui n'est pas le leur, sont intéressés aux profits mais pas aux pertes. Comme le relève Joseph Stiglitz, quand les choses tournent bien, les financiers touchent des bonus énormes, mais quand les choses vont mal, ils ne subissent pas les pertes. Ceci est synthétisé par la formule sarcastique suivante : « Face, je gagne. Pile, la banque perd ! ».

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### L'aléa moral

Il y a un aléa moral lorsque l'assurance (réelle ou supposée) incite celui qu'elle couvre à prendre un risque inconsidéré. Le fait de savoir qu'il sera récupéré par les secouristes même s'il a un accident en dehors des zones balisées ne dissuade pas le skieur de faire du hors-piste. Quand les investisseurs prêtaient à la Russie, bien qu'elle fût potentiellement en cessation de paiements, leur certitude que le FMI interviendrait constituait un aléa moral. Être intéressé, par les bonus, aux gains de la banque mais jamais à ses pertes s'apparente aussi dans l'esprit des *traders* à un aléa moral.

## ■ La concurrence entre fonds d'investissement

Au niveau des individus, les conditions de rémunération poussent à une prise de risque excessive. Au niveau des fonds, les conditions de la concurrence aboutissent à des résultats équivalents.

Les investisseurs professionnels, comme les fonds spéculatifs, devraient normalement tenir compte non seulement des rendements de leurs placements, mais aussi des risques qui leur sont liés. Mais, placés dans une situation de concurrence, et soumis à la nécessité de présenter des performances à court terme pour accroître leurs parts de marchés, ils privilégient les actifs risqués offrant de hauts rendements.

Derrière ce problème d'incitation, sans doute se pose-t-il à nouveau une question d'information. Si les épargnants individuels étaient pleinement informés des risques que prennent les fonds à qui ils confient leurs économies, peut-être seraient-ils méfiants devant une rémunération élevée, mais accompagnée d'un fort risque. C'est donc pour réduire l'asymétrie d'informations entre épargnants individuels et fonds d'investissement que ceux-ci devraient être soumis à des obligations plus dures.

## Une rationalité sans fondements

D'après les théories « orthodoxes », la finance permet de procéder à une allocation efficace de l'épargne. Celle-ci, grâce au fonctionnement du marché et au rôle joué par les prix, irait se placer dans les projets les plus utiles à l'économie. Les prix constitueraient des signaux fiables sur le rendement espéré, le risque à redouter et sur la « valeur » économique des projets financés. Pourtant, selon des théories plus hétérodoxes, inspirées notamment par Keynes, la formation des prix sur les marchés financiers présente des caractéristiques telles qu'elle mène forcément à des phases d'emballlement puis de dépression.

## ■ Le mythe : la valeur fondamentale

Dans la plupart des manuels, on lit que le cours d'un titre sur un marché financier reflète sa « valeur fondamentale », ou, termes synonymes dans ce contexte, sa valeur « sous-jacente » ou « intrinsèque ». Ainsi, le

prix d'une action dépendrait des dividendes qu'elle permettra de toucher, donc, plus fondamentalement, des perspectives de résultats que présente l'entreprise.

Pour comprendre la notion de valeur fondamentale, admettons – hypothèse d'école – qu'un épargnant envisage d'acheter une action de l'entreprise LT pour la garder 20 ans. En théorie, il calcule la somme des dividendes qu'il touchera sur 20 ans. Pour être plus précis et plus conforme aux manuels financiers, il effectue cette addition en minorant les flux les plus éloignés dans le futur (car il a une préférence pour le présent). À la limite, le moment où il revendra son action LT est si lointain que le cours anticipé de la revente du titre ne compte pas dans le calcul de notre acheteur théorique.

Dans ces conditions, la valeur de l'action LT dépendrait seulement de deux variables : la politique qu'adoptera la firme LT en matière de distribution de dividendes, mais aussi – et surtout – les résultats prévisibles sur 20 ans de l'entreprise LT. Ces résultats constituent, d'après la théorie financière, les données « fondamentales » qui sont supposées modeler le cours des actions.

#### **POUR ALLER PLUS LOIN**

##### **La notion de bulle spéculative**

On parle de « bulle » lorsque le cours observé des actifs dépasse largement l'idée que l'on se fait de la valeur fondamentale. Par exemple, quand le prix des terrains inconstructibles s'élevait au Japon pendant le boom immobilier de la fin des années 1980, on se dit qu'on était certainement en présence d'une bulle !

Dans le monde idéal où – suppose-t-on – ce sont les valeurs fondamentales qui comptent sur un marché, une sorte de « main invisible » ramène le cours observé vers la « bonne » valeur, vers la valeur sous-jacente. En effet, dès que le cours observé d'un titre dépasse sa valeur fondamentale, certains intervenants le trouvent surévalué, donc vendent ce titre, ce qui en ramène le cours vers le « juste prix ».

Cela dit, se donner la peine d'évaluer la valeur fondamentale d'un titre n'est pas sans inconvénient. D'abord, c'est compliqué. Dans le cas d'une

action, il faut se renseigner sur l'entreprise, sur sa gestion, sur son marché, sur son environnement économique...

En outre, et surtout, c'est superflu. L'investisseur ne va probablement pas garder son titre pendant 20 ans, mais voudra peut-être le revendre la semaine suivante (voir la notion de liquidité d'un marché développée dans l'introduction). Ce qui compte, ce n'est pas tant de prévoir la « juste » valeur d'un titre, mais le cours qui sera considéré comme « bon » par l'ensemble des intervenants sur le marché. C'est le prix auquel on pourra, *effectivement*, acheter ou vendre le titre, et pas le prix qu'il devrait valoir *dans l'absolu*. Ce qui importe, c'est l'opinion du marché sur le titre, et pas les données fondamentales que représente ce titre !

### ■ Le souci quotidien : deviner ce que pensent les autres

Prenons un exemple. Supposons qu'un particulier, familier de la Bourse, ait la conviction, infaillible, que le titre de la société A est promis, dans un futur plus ou moins lointain, à la hausse. Cependant, comme il lit la presse spécialisée, il sait aussi que la communauté financière doute de la société A : dans le court terme, l'action A est donc appelée à baisser. Notre homme peut prendre la décision de l'acheter aujourd'hui pour la revendre plus cher après-demain : mais il prend le risque de devoir la revendre moins cher demain s'il a besoin de liquidités. Or il ne sait pas combien de temps durera la période où le marché n'aura pas encore réalisé tout le potentiel de A. Notre « boursicoteur » a donc objectivement intérêt à vendre l'action A. Ce faisant, il contribue à pousser son prix à la baisse.

Or le raisonnement sur la valeur fondamentale et le raisonnement sur l'opinion du marché peuvent se révéler d'essences très différentes. Dans *Le Pouvoir de la finance*, André Orléan livre une anecdote savoureuse : « Un exemple particulièrement illustratif nous est donné par la situation du marché des changes telle qu'elle nous est apportée par le *New York Times* du 12 novembre 1987. On y observe une hausse du dollar faisant suite à une déclaration du président Ronald Reagan où il affirme que, selon lui, le dollar a baissé suffisamment. (...) Après avoir interrogé les cambistes, le journaliste constate qu'il n'y en a aucun pour prendre au sérieux l'expertise économique du président. (...) Mais alors, pour-

quoi avoir acheté des dollars ? Et chacun de répondre que si, personnellement, il ne fait aucunement confiance au président Reagan, il pense cependant que les autres ont pu être influencés par ses propos. »

Ce qu'il faut anticiper, ce n'est pas la « juste » valeur d'un titre, mais l'opinion que s'en fera le marché. Dans ces conditions, l'information à prendre en compte n'est pas celle qui a trait aux fondamentaux, mais celle qui fera réagir les marchés. Le mécanisme à l'œuvre s'apparente donc au « concours de beauté » décrit par Keynes dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Le « concours de beauté », selon Keynes**

« La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considèrera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou au cinquième degré ou plus loin encore. »

Dans la métaphore utilisée par Keynes, pour chacun des joueurs, il ne s'agit pas de choisir les plus beaux visages en fonction de l'idée qu'il se fait du beau. Il ne s'agit pas non plus de deviner quelle opinion auront les participants du jugement esthétique des autres. Il faudrait plutôt deviner l'idée que se feront les autres de l'idée que tous se feront des critères esthétiques de l'ensemble des joueurs. En fait, il faudrait remonter le raisonnement d'un cran à chaque fois. Et ce, à l'infini. Cette sorte de raisonnement ressemble un peu à l'image en « structure en

abîme » qui nous entoure lorsque nous nous regardons entre deux miroirs. Raisonner ainsi est trop complexe.

### ■ La solution : faire comme tout le monde

Pourtant, une solution tombe sous le sens et évite d'éprouver le vertige en raisonnant à l'infini. Prenons un exemple. Si un nouveau « concours de beauté » est organisé avec la même centaine de visages, et que les résultats du jeu précédent sont déjà connus de tous, le plus simple pour chacun des joueurs consiste à se caler sur le résultat antérieur. Bref, il faut recourir à l'imitation, au « mimétisme ».

Sur les marchés boursiers, les phénomènes seraient analogues. Comme les valeurs fondamentales sont oubliées, le comportement le plus rationnel au niveau individuel quand la Bourse s'envole, c'est d'en conclure qu'elle va continuer à monter. À la limite, la logique financière boucle sur elle-même. Elle produit ses propres références, que les acteurs devront suivre. Dans son livre *Le Pouvoir de la finance*, André Orléan emploie le mot de « convention » pour désigner cette opinion collectivement produite que tout le monde a intérêt à adopter.

Même si la solution trouvée par le marché suscite du scepticisme, il ne faut pas s'écarter de la « convention » du moment. De fait, lors des emballements, des petits malins savent que l'évolution de la Bourse est absurde : ils y participent quand même, en se disant qu'ils sauront engranger des bénéfices jusqu'au moment où il faudra se retirer. Rares sont ceux qui voient ce moment venir, rares sont ceux qui ne se font pas piéger quand tout s'écroule !

### ■ Le besoin de légitimer l'opinion du moment par des raisonnements sur mesure

Mais, la plupart du temps, les petits malins ne sont pas légion. Presque tout le monde se met à croire – ou, plus précisément tout le monde *veut* croire, à de nouveaux placements miracles pour s'enrichir : le « miracle » asiatique avant 1997, les *dotcom* avant 2000. C. Kindleberger rappelle par exemple, dans son *Histoire mondiale de la spéculation financière*, qu'une euphorie précéda l'ouverture de l'Exposition universelle à

Vienne le 1<sup>er</sup> mai 1873 avant que le marché ne s'effondre, ou encore qu'il y a eu un boom dans les années 1880 sur les brasseries de bière en Grande-Bretagne. À chaque fois, un discours très construit vient apporter une justification à l'enthousiasme.

Cette légitimation de la « convention » par des raisonnements qui, sur le moment, paraissent conforter le mouvement haussier et qui, a posteriori, paraissent manifestement infondés (la puissance japonaise, le modèle asiatique, la nouveauté radicale de la Nouvelle économie...) n'est pas fortuite. André Orléan, dans *Le Pouvoir de la finance*, insiste sur ce point. « Il apparaît qu'une convention, pour être vraiment stable, doit être légitime aux yeux du groupe. C'est là une dimension importante. Sans cette légitimité, apparaîtraient à tout instant des comportements déviants qui viendraient remettre en cause l'unanimité conventionnelle. (...) Autrement dit, la convention doit reposer sur des éléments convaincants et argumentés. »

### ■ L'argument « massue » pour légitimer un engouement : la nouveauté

Même lorsque le désir de légitimer les bulles par la raison se fait intense, les justifications avancées manquent parfois de force probante. Souvent, quelques « rabat-joie » viennent gâcher la fête. Ils rappellent que « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ». Ils observent, par exemple, qu'il y a peut-être quelque excès à placer tous ses espoirs dans des compagnies Internet qui ne gagnent pas encore d'argent.

Contre leur discours dérangeant, un argument vient clore le débat : la nouveauté radicale. Grâce à telle innovation (les technologies de l'information qui accroissent la productivité de toute l'économie, ou la titrisation, supposée diminuer le risque en le répartissant), plus rien ne sera comme avant. Ceux qui s'appuient sur les observations du passé sont méprisés. L'opinion majoritaire dit alors d'eux qu'ils n'ont pas compris que l'économie avait pénétré une nouvelle ère.

Le thème de la nouveauté du régime de croissance, nouveauté supposée justifier les phases d'engouement, est à ce point fréquent avant les crises que certains chercheurs y voient une sorte de signal d'avertissement. Ainsi, le rapport du CAE n° 50 sur les crises financières observe :

« Il est éclairant d'analyser la fréquence de la mention du terme "nouveau" à propos du régime de croissance qui est supposé prévaloir lors des emballements spéculatifs : c'est un surprenant indicateur avancé de la crise de 1929 aux États-Unis (...) mais aussi de l'éclatement de la bulle Internet... »

Au total, le marché construit, à une époque donnée, une convention. Puis, quand les faits observés sont par trop en inadéquation avec l'opinion majoritaire, il en change, pour adopter une autre convention. C'est la transition qui pose problème. Parfois, fixer une nouvelle convention ne se fait pas sans peine, voire sans douleur. À l'heure où cet ouvrage est écrit, la Bourse américaine gagne ou perd, certains jours, 5 ou 7 %, selon que le marché apprend la nomination de telle personnalité dans l'équipe de Barack Obama ou la publication de tel indice conjoncturel. Une telle volatilité, qui ne peut rien refléter de l'ordre des fondamentaux, traduirait donc la difficile émergence d'une nouvelle convention.

### ■ Des crises accidentelles ou inhérentes au système ?

Dans la vision « conventionnaliste », le marché financier assure essentiellement une fonction de liquidité (ou de négociabilité). Il réalise un paradoxe : il permet d'acheter un titre, représentatif d'un investissement de long terme, et de le revendre le lendemain. Dans cette hypothèse, il n'y a aucune raison que le prix du marché reflète la valeur fondamentale. Dès lors, ce prix du marché ne repose pas sur des éléments objectifs extérieurs au marché, mais constitue une pure production du marché : c'est une « convention ».

Dans cette hypothèse également, on voit qu'améliorer la qualité de l'information ne changera rien à l'instabilité intrinsèque des marchés. Les théories exposées dans cet ouvrage ne sont donc pas toutes compatibles entre elles, certaines cherchant les moyens de stabiliser le marché financier, d'autres suggérant que l'instabilité fait partie de sa nature.



Chapitre 4

# Pourquoi et comment les crises financières se propagent-elles ?



Au chapitre précédent, il s'agissait de comprendre pourquoi, régulièrement dans l'histoire, les acteurs de la finance se prennent d'une passion sans réserve pour une région du monde (les dragons asiatiques), un type de produit (les tulipes) ou de produits financiers (les GKO), un secteur économique (les *dotcom*), ou encore une nouvelle forme d'entreprise (les « bulles » anglaises des années 1715-1720).

À présent, il s'agit de comprendre comment un retournement, parfois localisé dans un secteur ou une région, de l'opinion des marchés peut dégénérer en crise, plus ou moins grave et plus ou moins internationale. Même si la séparation proposée a un caractère artificiel, ce chapitre, par souci de clarté, distingue d'abord les enchaînements sur les marchés financiers, ensuite la contagion par les banques et, enfin, la propagation des chocs à l'économie réelle. Dans le monde réel, ces phénomènes interagissent et s'entremêlent.

Le lecteur se fait sans doute la remarque suivante : entre l'euphorie et la propagation de la crise, il y a l'élément déclencheur. Sur l'étincelle qui fait tout exploser, que peut nous apprendre le rappel historique des grandes crises ? La réponse est simple. Malheureusement, rien !

Il n'est pas certain que ce soit la faillite de Clarence Hatry qui, en 1929, « provoque » le jeudi noir. Comment jurer que le ralentissement des exportations de la Thaïlande explique, en 1997, la modification de l'opinion des investisseurs internationaux sur ce pays ? Quand dater le début de la crise des *subprimes* ? Serait-elle restée sous contrôle si les autorités américaines avaient sauvé la banque Lehman Brothers ? Il

n'apparaît pas possible d'apporter de réponses à ces questions. Ni le facteur déclencheur ni la date des crises n'est susceptible d'être connu. Michel Aglietta résume cette imprédictibilité totale dans sa contribution au rapport du CAE n° 14 (*Instabilité du système financier international*) : « (...) la prévision des crises financières est une quête du Graal qui est vaine. Quand bien même on se pénétrerait de l'inéluctabilité d'une crise, comme ce fut le cas avec la Russie pour tous ceux qui étaient tant soit peu familiers de ce pays, cette connaissance ne serait d'aucune utilité pratique. Car seule la prévision du moment où la crise éclate peut être opératoire. Or cette caractéristique est radicalement imprévisible. »

## Les enchaînements propres aux marchés financiers

La propagation des chocs semble se faire plus rapidement (parfois même, immédiatement) au sein de la sphère financière qu'en direction de la sphère réelle. Pour aller du plus simple au plus compliqué, et bien que tous ces enchaînements puissent, dans la réalité, se produire en même temps, il faut distinguer les mécanismes de propagation qui ne jouent qu'au sein d'un marché, de ceux qui en concernent plusieurs. Les enchaînements faisant intervenir les banques sont traités à part.

### Les enchaînements au sein d'un même marché

La manière concrète dont se nouent les achats et les ventes sur un marché peut constituer une cause d'accélération des krachs. Cet effet peut jouer, que les transactions se fassent au comptant ou qu'elles se fassent à terme (c'est-à-dire après un délai fixé par avance).

#### ■ L'effet amplificateur des « appels de marge »

Par exemple, en 1929, l'acheteur qui entend spéculer à la hausse achète des actions au comptant. Mais il se peut qu'il emprunte (contre un intérêt) à son courtier les sommes correspondant à son achat. Il ne paie qu'une partie de son acquisition en liquide (cette partie s'appelle la

« marge »). Pour le reste, il laisse ses actions en « nantissement » (c'est-à-dire en garantie) à son courtier. L'acheteur fait le calcul suivant : lorsqu'il revendra les titres qu'il a achetés à crédit, la plus-value lui permettra de couvrir largement l'intérêt qu'il doit au courtier.

Or, cette possibilité de prendre une position en Bourse sans mise de fond équivalente peut accélérer les fortes baisses. Ainsi, en 1929, du fait de la baisse des cours, les actions laissées en nantissement deviennent insuffisantes. Les courtiers adressent donc aux clients un « appel de marge » pour obtenir de ceux-ci des liquidités supplémentaires. Faute de les obtenir, ils vendent une partie des actions laissées en garantie, approfondissant ainsi la dévalorisation des titres.

### ■ La vente à découvert

Une technique boursière comme la vente à découvert pourrait également constituer un accélérateur des crises. Elle consiste à vendre aujourd'hui un titre qu'on ne possède pas en l'achetant - et en le payant - à terme (par exemple, dans un mois). Évidemment, celui qui procède à ce genre d'opération estime qu'il paiera moins cher son achat dans un mois que ce qu'il touche aujourd'hui de sa vente ; il anticipe une baisse. Sa plus-value sera égale à la dévalorisation du titre.

Pourquoi une telle opération peut-elle entretenir les chutes ? Si l'anticipation de baisse est partagée par un grand nombre d'investisseurs, la vente à découvert leur offre la possibilité de vendre massivement, car *sans* mise de fonds initiale, et de contribuer ainsi à la baisse qu'ils appellent de leurs vœux. Dans l'absolu, ceux qui vendent à découvert ont même intérêt à propager des fausses rumeurs baissières pour influencer le marché.

Dans les faits, il y a eu des plaintes, en septembre 2008 aux États-Unis, au sujet du rôle qu'auraient pu jouer de telles rumeurs, accompagnant des ventes à découvert, dans la chute des cours de Lehman Brothers, Morgan Stanley et Goldman Sachs. D'ailleurs, à la même époque, plusieurs pays ont, temporairement, interdit les ventes à découvert, au moins pour les actions des institutions financières.

Il faut noter que vendre à découvert peut exposer à une grosse perte si jamais le titre vient à augmenter de façon significative, car il faudra le racheter plus cher qu'il n'a été vendu.

### Volkswagen, « star » imprévue de la Bourse fin octobre 2008

Beaucoup de fonds avaient spéculé à la baisse sur le titre de Volkswagen en le vendant à découvert. Or, le 27 octobre, Porsche annonce qu'il détient 74 % du capital de Volkswagen. L'anticipation de baisse devient, soudain, moins fondée. Comme le Land de Basse-Saxe détient 20 % du capital, les fonds réalisent que la part du capital susceptible d'être échangé (le « flottant ») ne représente plus que 6 % du total. D'où un vent de panique à l'achat. Le résultat est saisissant : comme le rapporte le quotidien *Les Échos* du 28 octobre : « Du jamais vu. Le titre Volkswagen, un poids lourd de la cote allemande, a vu hier sa valeur multipliée par trois (+ 200 %) en séance ».

## Les mécanismes de propagation entre marchés

La contagion d'un marché à un autre peut s'entendre aussi bien d'un marché financier à un autre (comme lorsque la chute des actions des pays asiatiques, en 1997, s'accompagnait de celle de leurs devises) que d'une zone du monde à une autre. Souvent, les deux types de transmission peuvent coexister. Pour certains économistes, les propagations sont devenues plus faciles du fait du décloisonnement des marchés.

### ■ Les effets de report

Un mécanisme de contagion bien identifié consiste en une « fuite vers la qualité » (*flight to quality*). Les investisseurs qui ont enregistré des pertes importantes (par exemple dans les pays émergents en 1997 et 1998) éprouvent une grande aversion pour le risque. Ils se réfugient alors dans des placements (temporairement) jugés comme sûrs. Il s'agit par exemple de l'or (parfois), mais aussi des obligations des États considérés comme les meilleures signatures (les États-Unis, l'Allemagne, la France...). Du coup, les entreprises privées qui voudraient elles aussi

émettre des obligations pour se financer le font avec difficulté : elles doivent offrir des rendements plus élevés qu'en temps normal. Se financer leur coûte donc plus cher.

### Par temps de crise, les taux font du « grand écart »

Les intervenants sur le marché obligataire, pour se faire une idée de la tendance, regardent un « benchmark » (voir chapitre 1) ; il s'agit en général de l'obligation de l'État à dix ans. Dans les périodes de « fuite vers la qualité », tout le monde se reporte vers l'obligation d'État (si bien que celui-ci peut payer moins cher son endettement) et déserte les obligations des entreprises – de telle sorte qu'elles doivent payer plus cher le leur. L'écart (sur les marchés, on parle de *spread*) entre le taux des obligations des firmes et celui, plus bas, des obligations d'États s'accroît donc. L'accroissement du *spread* obligataire est alors étroitement surveillé, comme un indice de tension.

### ■ La contagion internationale

La contagion internationale des crises revêt parfois une ampleur massive. Cette contagion semble parfois avoir une assise fondamentale. Si la Bourse américaine baisse, on se dit que les entreprises françaises auront moins de débouchés aux États-Unis, ce qui justifie une baisse du CAC 40. Cependant, la contagion internationale paraît amplifiée par des facteurs psychologiques. C'est ce que remarque C. Klindleberger dans *Histoire mondiale de la spéculation financière* : « Les baisses de prix des 24 et 29 octobre 1929, et du 19 octobre 1987, furent pratiquement instantanées sur tous les marchés financiers, beaucoup plus rapides en tout cas que ne pourraient l'expliquer l'arbitrage, les variations de revenus, les flux de capitaux ou les mouvements monétaires ».

Le même constat de contagion internationale et psychologique des crises est dressé dans le rapport n° 50 du CAE. « La contagion est (...) frappante dans le cas de la crise asiatique qui affecte simultanément les Philippines, la Thaïlande, l'Indonésie et même la Corée dont la conjoncture économique et les spécialisations sont pourtant très différentes.

(...) Pour sa part, la crise russe de 1998 lèverait les derniers doutes : le décrochement brutal du rouble en 1998 a été suivi dans le mois suivant par une brutale chute, inexplicable par les fondamentaux, de 50 % de la Bourse brésilienne alors que les liens entre le Brésil et la Russie sont capillaires et que les deux économies ont des structures économiques et financières très différentes ». La mondialisation du capital implique aussi la mondialisation des crises.

### La mondialisation : un phénomène nouveau ?

Nombre de livres, d'articles ou de discours présentent la mondialisation comme une invention de la fin du xx<sup>e</sup> siècle. Or, des historiens soutiennent que l'économie mondiale, à la fin du xix<sup>e</sup> siècle ou au début du xx<sup>e</sup> siècle était au moins aussi intégrée qu'au début du xxi<sup>e</sup> siècle. Selon eux, les migrations internationales étaient plus importantes qu'aujourd'hui et les mouvements internationaux de capitaux avaient au moins la même importance relative (par exemple, par rapport au PIB des principaux pays). Il faut cependant noter deux grandes différences. D'une part, la gouvernance internationale était moins développée que de nos jours, où existent par exemple des institutions comme le FMI, la Banque mondiale ou l'Organisation mondiale du commerce (OMC). D'autre part, il semble que le fractionnement de la chaîne de production (phénomènes de délocalisation et de sous-traitance) soit une caractéristique plus propre à notre époque.

Le fait que les changes soient devenus flottants (c'est-à-dire qu'ils fluctuent librement sur les marchés) depuis la fin des accords de Bretton Woods ajoute certainement une dose d'instabilité dans les périodes de crise. D'autant qu'en cas de panique, certaines monnaies suscitent d'office la défiance. Ainsi, dans les années 1990, donc avant la création de l'euro, les marchés des changes, en cas de faiblesse du dollar, se reportaient sur le mark, ce qui renchérisait la monnaie allemande, donc affaiblissait le franc.

### Troubles sur le marché des changes : un exemple oublié grâce à l'euro

En septembre 1992, le dollar connaît une période de faiblesse. Cette situation constitue le catalyseur de turbulences au sein du SME (système monétaire européen), à une époque sensible (référendum français sur le traité de Maastricht). Le mois est marqué par la dévaluation de 7 % de la lire, la sortie de la livre puis de la lire du SME, la dévaluation de 5 % de la peseta, le rétablissement du contrôle des changes en Espagne, au Portugal et en Irlande. À l'époque, en France, les taux d'intérêt à court terme sont portés à presque 10 % pour défendre la monnaie. Or, en septembre 1992, l'inflation française est faible (de l'ordre de 2 %).

Un événement récent montre que les changes peuvent ajouter de la perturbation dans les périodes troublées. Le Danemark fait partie de l'Union européenne, mais, lors de la signature du traité de Maastricht, il a obtenu une clause dérogatoire (*opt out*) qui lui permet de rester hors de l'euro. Ce pays, comme les autres, a subi la crise des *subprimes*. Sa monnaie a tellement baissé que la banque centrale a relevé ses taux en octobre 2008. À une époque où toutes les banques centrales décident d'assouplir leur politique monétaire !

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Pourquoi les banques centrales défendent (parfois) leur monnaie**

Quand elle veut défendre sa monnaie, attaquée par les marchés, une banque centrale peut monter ses taux directeurs, donc faire monter les taux courts. Ce faisant, elle rend plus risqué le jeu de ceux qui spéculent cette devise à la baisse. Un peu comme dans la « vente à découvert », les spéculateurs vendent une devise qu'ils n'ont pas ; ils l'empruntent (aux taux courts du marché) pour, aussitôt, la vendre (et donc la faire baisser) en espérant que, lorsqu'ils devront la racheter pour la rembourser, elle aura perdu de sa valeur. Si la monnaie ne baisse pas, la hausse des taux peut leur faire perdre gros. Mais cette hausse, a priori, affecte aussi les entreprises qui veulent emprunter

pour investir. Pourquoi alors défendre sa monnaie ? Si l'économie repose en grande partie sur le financement des investisseurs étrangers, ceux-ci n'aiment pas l'instabilité des changes. Ils peuvent alors être tentés de désertir le pays. Voilà pourquoi certains pays en développement, comme le Brésil ou l'Argentine, ont parfois essayé de stabiliser leur monnaie par rapport au dollar.

## Le rôle majeur des banques dans la propagation de la crise

Quand les crises entrent dans une phase aiguë, c'est souvent qu'elles ne restent pas cantonnées aux marchés strictement dits (le marché immobilier, la Bourse...) mais qu'elles touchent aussi les banques. Le secteur bancaire a ainsi joué un rôle central dans l'aggravation de la crise japonaise des années 1990, dans la propagation des crises de 1997 – 1998 et dans celle des *subprimes* en 2007 – 2008. A contrario, le krach lent des valeurs Internet en 2000-2001 n'a jamais dégénéré en panique ; le système bancaire a, à l'époque, bien résisté.

Robert Boyer, Mario Dehove et Robert Plihon, dans le rapport n° 50 du CAE sur *Les Crises financières* insistent sur le maillon bancaire. « L'observation de la succession des crises fait effectivement ressortir la centralité de la relation de crédit dans la propagation et l'amplification des crises financières ». D'ailleurs, la relation de crédit était également au cœur de la phase d'euphorie.

Or, les banques ne sont pas des agents économiques comme les autres. De par la possibilité qu'elles ont d'assurer la « réception des fonds du public » (d'après les termes du Code monétaire et financier, CMF) et de tenir des comptes de dépôt, elles sont les seuls acteurs à créer de la monnaie en accordant du crédit (« monétisation des créances »). Par ailleurs, les banques sont chargées de la « gestion des moyens de paiement ». Toutes ces fonctions sont majeures : qu'elles ne puissent pas être assurées, et c'est le retour à l'économie de troc.

## La dégradation des bilans bancaires

Lorsqu'une crise financière se déclenche, elle affecte la qualité des emplois que les banques ont fait de leurs fonds. Ainsi, les banques japonaises qui avaient, à la fin des années 1980, prêté à tout va dans l'immobilier ont dû constater, pendant les années 1990, que les prêts inscrits à l'actif de leur bilan ne valaient plus grand-chose (on a parlé d'abord de créances « douteuses », puis de créances « pourries »). Les banques japonaises qui, avant 1997, avaient largement prêté à la Thaïlande, ou les banques allemandes qui, en 1998, étaient très exposées en Russie, ont dû faire le même type de constat.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### Un peu de gymnastique intellectuelle : les bilans bancaires

Selon les principes de la comptabilité générale, le bilan se compose d'un actif et d'un passif. À l'actif, on inscrit les emplois ; au passif, les ressources (par exemple les fonds propres de l'entreprise et ses dettes). Dans le cas des banques, les principes restent les mêmes, mais la création monétaire complique un peu la donne.

- Lorsqu'une banque accorde un prêt immobilier, cela constitue pour elle un emploi : elle le porte à son actif. Si le prêt n'est pas remboursé, il dégrade l'actif. Jusqu'ici, c'est simple.
- Lorsqu'une banque accorde un prêt immobilier et qu'elle le « titrise » (chapitre 2), elle le sort de son bilan car elle le vend. Le mécanisme peut se révéler dangereux, mais le principe reste simple.
- Le fait que les banques tiennent les comptes de leurs clients complique la donne. Lorsqu'une banque prête à un de ses clients (par exemple 1 000 euros), elle porte ces 1 000 euros à son actif, mais aussi à son passif. En effet, elle crée ces 1 000 euros en les inscrivant sur le compte de son client. Les 1 000 euros constituent pour elle une dette (elle devra par exemple les convertir en billets à la demande du client). Ils sont bien à porter au passif en même temps qu'à l'actif.

Dans le cas de la crise des *subprimes*, la dégradation des bilans bancaires s'opère aussi par un autre canal. Parfois, les banques avaient sorti les crédits immobiliers de leur bilan au moyen de la titrisation, mais s'étaient engagées (sans croire à cette hypothèse) à en assurer la liquidité si jamais il devait y avoir un problème (on parle d'engagement « hors bilan » et, en l'espèce, de *back up lines*). Le déclenchement de la crise a dès lors une conséquence fâcheuse. Les banques doivent réintégrer dans leurs bilans les engagements correspondant aux crédits *subprimes* « titrisés ». Ceci dégrade sensiblement leurs comptes.

Comme si cet effet n'était pas suffisant, du fait du coup d'arrêt donné à la titrisation (voir chapitre 2), les banques savent qu'à l'avenir, elles pourront moins facilement céder leurs créances au marché. Elles seront donc obligées de détenir davantage de fonds propres, à un moment où tout le monde se méfie de la Bourse !

## L'effet « procyclique » des normes comptables

De façon a priori surprenante, il est possible que les systèmes d'information comptables puissent amplifier les tendances baissières en temps de crise, aussi bien que les tendances haussières du temps de l'euphorie. Quand l'impact d'un mécanisme ou d'une politique est d'intensifier une évolution déjà en cours, les économistes parlent d'effet « procyclique ». Dans le cas contraire, il s'agit d'effet « anticyclique ».

Un tel effet procyclique découlerait des normes comptables qui se sont récemment répandues dans le monde, et qui sont entrées en vigueur en Europe depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005 : les normes IAS/IFRS (*International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards*).

Ces normes imposent de valoriser les actifs (notamment financiers) selon leur « juste valeur » (*fair value*), c'est-à-dire selon la valeur qu'ils ont effectivement sur le marché (*marked to market*) ou, à défaut de prix effectifs sur le marché, selon la valeur qu'ils devraient avoir d'après des modèles (*marked to model*). Ce nouveau standard comptable tourne donc le dos au « principe de prudence » et à la valorisation historique.

Ce changement de méthode répondait aux objectifs suivants : accroître la transparence (et donc, de fait, le pouvoir des investisseurs financiers), éviter que les pertes ne soient mises à jour de façon brutale et préférer

que les revalorisations ou dévalorisations comptables soient en quelque sorte lissées dans le temps.

Dans les périodes d'euphorie, cette nouvelle méthode amplifie les bulles et l'accélérateur financier. Pour ne prendre qu'un exemple, les agents qui veulent s'endetter peuvent faire état, auprès de leur banque, d'actifs ayant une forte valeur, donc peuvent s'endetter davantage.

Dans les périodes de crise, les banques voient leurs actifs se dévaloriser aussi vite que le marché. Cette dévalorisation constitue une sorte de perte comptable, qui diminue la valeur des fonds propres.

René Ricol (nommé par la suite médiateur du crédit), dans son *Rapport sur la crise financière*, remis en septembre 2008 au Président de la République, résume ainsi l'engrenage à la baisse : « (...) lorsque les marchés s'effondrent, au point de devenir « illiquides », comme sur le marché des *subprimes*, et que les valeurs de marché diminuent, les banques doivent constater une dévalorisation de leurs actifs et par voie de conséquence de leurs fonds propres. [...] Un cercle vicieux s'enclenche alors : la vente massive, sans contreparties suffisantes à l'achat, des actifs dévalorisés fait chuter leur prix jusqu'à perdre toute référence rationnelle de valeur ».

Au total, rendre l'évaluation patrimoniale des banques aussi sensible aux sautes d'humeur des marchés ne constituait sans doute pas une très bonne idée.

### Des normes comptables d'origine privée

Les méthodes comptables présentent un intérêt d'ordre général. En effet, si chaque entreprise suivait ses propres règles, les investisseurs, les banquiers, les fournisseurs... seraient incapables d'évaluer et de comparer les firmes dans lesquelles ils entendent investir ou avec qui ils comptent commercer. Dans la mesure où la normalisation comptable est une sorte de bien public, on pourrait s'attendre à ce qu'elle soit forgée par les autorités publiques. Tel n'est pas le cas ! La dernière réforme à avoir abouti, et qui a mené à la victoire de la « *fair value* », a été menée sous l'égide de l'IASB (International Accounting System Board), structure de droit privé, basée à Londres, et filiale à 100% d'une fondation américaine.

## Le rationnement de l'offre de crédit

Les banques, fragilisées, deviennent alors plus prudentes dans la distribution de leurs crédits. Il existe même des situations de stress où elles n'accordent presque plus de prêts : on parle alors de *credit crunch*. Évidemment, un tel comportement affecte ceux qui cherchent des financements.

### Tarissement du crédit par l'offre ou la demande ? La poule et l'œuf

Dans certaines situations, comme lors de la crise japonaise des années 1990, il est difficile d'expliquer pourquoi on n'accorde presque plus de nouveaux crédits. Le problème vient-il de l'offre ? Il est vrai que les banques japonaises étaient devenues réticentes à prêter. Le problème vient-il de la demande ? Il est vrai aussi que, pendant des années, les entreprises, confrontées à une consommation atone, voire, à certains moments, à des exportations affectées par la hausse du yen (par exemple entre début 1993 et avril 1995), n'investissaient presque plus, donc n'avaient presque pas besoin d'emprunter. Dans ce cas, les deux phénomènes ont pu jouer simultanément.

## De l'« illiquidité » à l'insolvabilité

La dégradation de la situation de certaines banques a un autre impact, au moins aussi grave. Comme aucune banque ne tient à faire connaître la gravité exacte de ses difficultés, une suspicion générale s'installe bientôt sur toutes les banques. Cela s'est produit en 2007-2008, personne ne sachant qui supportait le risque des titres toxiques liés aux *subprimes*. Du coup, les banques ne veulent plus se prêter entre elles. Le marché interbancaire se fige.

### Un autre « grand écart », cette fois sur le marché interbancaire

Dans le cas de la crise des *subprimes*, l'assèchement de la liquidité est manifeste. Comme l'écrivent en avril 2008 les auteurs du rapport n° 78 du CAE déjà cité : « En temps normal, les taux interbancaires à trois mois ne dépassent pas de plus de 20 points de base le taux directeur de la banque centrale, considéré comme sans risque. Mais, depuis août 2007, le *spread* (le différentiel de taux) est deux à six fois plus élevé. » Par la suite, il lui arrivera de dépasser 200 points de base, c'est-à-dire 2 points de pourcentage.

Malheureusement, dans les périodes tourmentées, un problème d'« illiquidité » risque de dégénérer en insolvabilité. Ce phénomène n'est d'ailleurs pas propre aux banques. Dans la plupart des crises financières en effet, des débiteurs n'arrivent plus à faire face à leurs échéances. A priori, on se dit que la difficulté est moins sérieuse si elle s'explique par l'« illiquidité » du débiteur (le fait de ne pas avoir, à un moment donné, les fonds disponibles pour honorer un engagement) que par son insolvabilité (le fait d'avoir trop de dettes par rapport à ses capacités de payer les créanciers).

Or, dans plusieurs des crises, les agents en difficulté, qui ne présentent que des problèmes de liquidité, comme les banques asiatiques lors de la crise de 1997 ou les banques en 2007-2008 qui n'arrivent plus à se refinancer, finissent par glisser vers l'insolvabilité. En effet, le retrait des créanciers suscite une telle dévalorisation des actifs (immobilier, actions, *subprimes*) détenus par les banques, que ceux-ci deviennent insuffisants pour honorer les dettes.

Il importe donc que les banques trouvent du capital supplémentaire pour rester solvables. Or, malheureusement, chercher des fonds propres supplémentaires en émettant des actions se complique, dans la mesure où la Bourse est alors en pleine déprime. Il arrive un moment où il n'y a plus que la puissance publique pour apporter cet argent.

### Northen Rock, un problème de liquidité mué en cauchemar

En septembre 2007, cette banque britannique est considérée comme solvable. Elle place dans des crédits hypothécaires, si bien que les fonds investis ne sont pas disponibles rapidement. Comme, à l'inverse d'une banque dite *universelle*, elle a relativement peu de clients qui ont ouvert un compte chez elle (elle a peu de « déposants »), elle doit constamment se refinancer. Le *problème*, c'est qu'elle a pris l'habitude de le faire à court terme. Quand le marché interbancaire se fige, elle est étranglée. Le *cauchemar*, c'est lorsque ses déposants se ruent à ses guichets pour vider leurs comptes (les photos des queues ont fait le tour du monde). Cette « panique bancaire » (voir plus loin) est stoppée par les autorités économiques qui craignent la contagion à l'ensemble des banques.

## Le stade ultime des crises financières : la panique bancaire

Quand les investisseurs se mettent à se méfier de la Bourse ou de l'immobilier, cela déprime les marchés et affecte l'économie. C'est parfois grave, coûteux en emplois et douloureux pour toute une partie de la population. La crise ralentit, voire affecte profondément, le moteur économique, mais cela ne le fait pas exploser. En revanche, quand chacun dans le public commence à se demander si sa banque ne va pas faire faillite et envisage de vider son compte bancaire, c'est tout le système qui risque de voler en éclats.

En effet, les espèces que le public voudrait retirer des banques n'existent tout simplement pas, ou presque. Dans une très large mesure, les moyens de paiement n'ont de réalité que sous forme d'écritures électroniques. On parle d'ailleurs de monnaie « scripturale ». De même qu'il n'y a pas, enfoui dans les coffres des banques centrales, une montagne d'or d'une valeur équivalente au montant de billets en circulation, il n'y a pas non plus, cachés dans les sous-sols des banques, un stock de billets équivalent aux dépôts bancaires. Dans une large mesure, la monnaie n'a pas de matérialité.

**POUR ALLER PLUS LOIN****L'inconsistance de la monnaie**

Fin août 2008, l'encours de pièces et de billets est, en France, de 649,6 milliards d'euros quand l'encours des dépôts à vue (les comptes en banque) est de 3 177 milliards d'euros. Les billets ne représentent donc qu'environ 20 % des sommes inscrites sur les comptes en banque.

La monnaie, c'est de la confiance, et uniquement de la confiance. Si un agriculteur accepte de céder sa production de lait contre de la monnaie (sous forme, par exemple, de transfert, déclenché par un chèque, entre le compte de la coopérative et son compte), c'est qu'il a la conviction sans faille qu'il pourra à son tour, demain, utiliser cette monnaie pour régler ses achats. Quand les foules se massent devant les guichets bancaires pour fermer leurs comptes, elles risquent non seulement de s'exposer à des déconvenues – ne pas retirer les billets espérés – mais aussi de porter la suspicion sur tous les moyens de paiement, donc de paralyser l'économie en la renvoyant à l'âge du troc.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Le seul ancrage de la monnaie : l'indépendance des banques centrales ?**

Il serait absurde que la quantité de monnaie en circulation dépende de la quantité d'un stock de métal, fût-il de l'or (que Keynes traitait de « relique barbare »). La vraie contrepartie de la monnaie, ce sont les routes et les bâtiments qui se construisent, les machines de production dans lesquelles on investit. Il est donc normal que le crédit soit à la base de la création de nouveaux moyens de paiement. Ceux-ci en quelque sorte anticipent la richesse à venir. Encore faut-il que ces crédits ne soient pas essentiellement utilisés à financer des bulles spéculatives. C'est en gardant à l'esprit que rien, si ce n'est la bonne marche de l'économie, ne garantit la monnaie qu'il faut sans doute comprendre que, dans la plupart des pays développés, on ait accordé leur indépendance aux banques centrales. Certes, cette indépendance s'attire la critique, fondée, de contrevenir à la légitimité démocratique. Mais cette indépendance constitue, peut-être, un moyen efficace pour préserver la confiance dans la monnaie.

## La contamination de l'économie réelle

Les soubresauts nés du monde de la finance ne restent pas circonscrits dans la sphère financière. Ils se répercutent sur l'économie réelle : sur l'investissement des entreprises, sur la consommation des ménages, sur le commerce international. Les canaux de transmission sont nombreux et multiples. L'activité peut se voir affectée par la baisse des marchés d'actifs, et peut-être plus gravement encore, par les difficultés bancaires.

### L'effet sur les actifs des ménages

Les ménages qui avaient placé ou prêté voient leur portefeuille se déprécier. Du coup, ils se sentent moins riches et hésitent à consommer ou à investir dans l'immobilier. On dit alors que « l'effet de richesse » se met à jouer négativement. En outre, les ménages qui ont de l'argent à placer se méfient de tout ce qui présente un risque (ils éprouvent une « aversion au risque ») et se reportent sur les placements les plus sûrs, voire gardent leurs économies sous forme monétaire (dépôts bancaires). Et, s'ils sont vraiment inquiets, ils vident une partie de leur compte en banque pour garder des billets chez eux, ce qui peut enclencher un mouvement de panique bancaire.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### L'effet de richesse et son inversion

En période haussière sur les marchés, les ménages voient leur portefeuille de placements se valoriser. L'effet d'entraînement sur leurs dépenses n'est pas seulement psychologique. Comme ils peuvent faire état, auprès de leur banquier, de l'appréciation de leur patrimoine financier, ils peuvent emprunter davantage, soit pour consommer, soit pour faire d'autres placements. Par ailleurs, dans certains pays, les crédits immobiliers permettent aux ménages d'accroître leur endettement parallèlement à l'augmentation des logements (c'est le *cash out* décrit au chapitre 2 à propos de la crise des *subprimes*, mécanisme qui n'existe pas en France). Cette mécanique se casse net quand les marchés (immobilier, boursier...) s'effondrent.

Pour accroître leur portefeuille, il se peut que les ménages aient emprunté pendant la bulle. Du coup, l'effet suivant joue également.

## L'effet sur les emprunteurs, ou les emprunteurs potentiels

Les emprunteurs potentiels – entreprises comme particuliers qui voudraient investir dans de l'immobilier ou de nouvelles activités, ou qui souhaiteraient emprunter pour consommer – éprouvent des difficultés à trouver un financement. Quand ils le trouvent, il est devenu plus cher.

La situation des PME (petites et moyennes entreprises) apparaît particulièrement sensible. Elles se trouvent en effet confrontées à une plus grande prudence des banques, elles-mêmes confrontées à la dégradation de leur bilan. Or, le financement des PME se fait principalement par le biais du crédit bancaire, les petites entreprises étant moins susceptibles que les grosses d'émettre des obligations ou des actions. Dans les situations de crise, non seulement le crédit bancaire se tarit, mais aussi l'accès aux marchés devient encore plus difficile.

Il arrive aussi que des emprunteurs découvrent des problèmes dans leurs emprunts passés. Ainsi, avant le déclenchement de la crise des *subprimes*, des collectivités territoriales et des organismes HLM (habitations à loyer modéré) avaient échangé leurs emprunts classiques contre des financements dits « structurés ». À l'époque, ils paraissaient moins chers, mais ils étaient indexés sur différentes variables (des devises, des taux d'intérêt sur certains marchés...). Que les variables en question se mettent à évoluer dans le mauvais sens, et le coût lié aux emprunts passés explose.

### ■ Au total : le désendettement et la réduction des bilans

Tous ceux (ménages comme entreprises) qui ont emprunté sans compter, quand ils pensaient que l'appréciation sans fin de leur portefeuille de placements les mettrait à l'abri de toute situation d'insolvabilité, voient d'un seul coup leurs actifs se déprécier. Ils n'ont dès lors qu'une obsession : se désendetter. Pour ce faire, ils font des coupes sombres

dans leur consommation, leurs stocks, ou leur investissement, ce qui déprime l'activité pendant des années. Début 2009, cette réduction des bilans est à l'œuvre.

## La contagion internationale par le biais du commerce extérieur

Les enchaînements internationaux impliquant la sphère réelle s'entremêlent avec des mécanismes de transmission au sein de la crise financière. Parmi les mécanismes possibles de contagion, un « effet-revenu » peut jouer. En clair, les pays frappés par la crise voient leur croissance freinée (à l'image des pays asiatiques après la crise de 1997). Ils réduisent donc leurs importations, ce qui se répercute sur leurs fournisseurs. L'impact dépend non seulement de la sensibilité des importations du pays frappé le premier par la crise à son activité (cette sensibilité est plus grande dans un pays très inséré dans l'économie mondiale), mais aussi de la spécialisation géographique de son commerce.

La crise asiatique fournit un exemple de cet impact différencié. Pour en analyser les conséquences, Christian de Boissieu note, dans les *Cahiers français* n° 289 : « La répercussion du choc asiatique sur les pays de l'OCDE dépend non seulement de la sensibilité des importations des pays émergents vis-à-vis de leur sentier de croissance, mais aussi de la structure du commerce mondial. Le Japon réalise un peu plus de 20 % de ses exportations vers les quatre « dragons » (Hongkong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan) contre 11 % pour les États-Unis et seulement 3 % pour l'Union européenne... »

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### L'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE)

Par facilité de langage, on parle habituellement de « pays OCDE » pour désigner les économies développées, les grands pays qui sont au sommet de la hiérarchie économique des nations depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Les crises sont aussi susceptibles d'avoir un « effet-prix » (ou « effet compétitivité prix ») sur le commerce international. Un pays qui a vu sa monnaie dévaluée peut, au moins en théorie, constituer un concurrent commercial plus dangereux pour un autre pays dont la devise n'a pas baissé (on a vu cependant qu'il pouvait aussi inquiéter les investisseurs étrangers).

### L'effet de la crise russe sur le Brésil, puis sur l'Argentine

En 1998, les devises de plusieurs pays émergents sont attaquées, notamment le real brésilien. Le Brésil ne cède pas au plus fort de la crise (ce qui aurait alimenté une nouvelle vague de stress sur les marchés). Il finit par dévaluer sa monnaie, mais seulement en janvier 1999, quand les esprits se sont calmés. La baisse du real rend le Brésil plus compétitif sur le marché mondial et handicape le commerce de l'Argentine. Celle-ci, qui ancre sa monnaie, le peso, au dollar (sur la base de 1 peso pour 1 dollar) ne veut pas entendre parler de dévaluation. Elle enregistre une récession dès 1999. Elle cédera début 2002, avec une économie exsangue.

## Impact conjoncturel ou impact structurel ?

Les vecteurs de contagion qui viennent d'être énumérés sont, dans le monde réel, souvent entremêlés. Par exemple, la baisse de régime de l'activité économique provoquée par des causes financières rétroagit sur les banques, donc amplifie les problèmes financiers. Quand survient une crise très sérieuse, tous ces modes de propagation se conjuguent pour déprimer la croissance de façon significative.

Ces impacts sur la croissance, pour douloureux qu'ils soient, notamment en termes d'emploi, relèvent des effets habituellement observés en matière conjoncturelle. Or, la crise des *subprimes* pourrait, peut-être, constituer, sinon la cause, en tout cas l'accélérateur ou le révélateur de mutations plus structurelles. Elle a permis d'observer un changement dans la politique de placements des pays qui disposent de réserves en devises (comme la Chine). Au lieu de se contenter d'acheter des obligations d'État américaines, ces pays ont acheté des entreprises,

### L'impact, en quelques mois, de la crise des *subprimes* sur les prévisions de croissance

Comme le note le quotidien *Les Échos* du 7 novembre 2008 : « Moins d'un mois après la publication de ses prévisions de croissance semestrielle mi-octobre à Washington, le Fonds monétaire international les a nettement revus à la baisse ». En effet, en un seul mois de réflexion, il a revu à la baisse la plupart de ses prévisions de croissance pour l'année 2009. Alors qu'il tablait en octobre pour un chiffre de + 3% pour le monde, il n'escompte plus un mois plus tard que + 2,2%. Nouvelle révision fin janvier 2009 : la croissance mondiale pour 2009 n'est plus estimée qu'à +0,5% par le FMI. Ainsi, les prévisions de croissance pour 2009 de la plupart des économistes sont revues à la baisse, et le seront peut-être encore après la publication de cet ouvrage.

ou en tout cas des actions. Ainsi, des fonds souverains sont entrés dans le capital des établissements financiers occidentaux – trop contents de trouver de la liquidité.

Peut-être ces évolutions ne doivent-elles pas inspirer l'inquiétude, d'autant que les fonds souverains n'avaient pas vu que la crise s'approfondirait et que, à l'heure où ces lignes sont écrites, ils n'ont pas (encore ?) fait de bonnes affaires. Peut-être s'agit-il, au contraire, des signes avant-coureurs d'un affrontement entre deux capitalismes. D'un côté, un capitalisme financier anglo-saxon, obsédé par la liquidité, comme le montre la titrisation, un capitalisme où la logique des firmes est dominée par des investisseurs soucieux de la rentabilité de court terme. De l'autre, un capitalisme émergent, où l'État intervient davantage dans l'économie et ce, avec des finalités de long terme, des objectifs stratégiques, voire une volonté de puissance.

Chapitre 5

# Les moyens pour limiter l'effet des crises financières



Autant une amnésie totale semble caractériser les intervenants sur les marchés (ils ne reconnaissent jamais la bulle appelée à dégénérer en krach), autant l'amnésie semble plus partielle pour les autorités publiques. En effet, celles-ci, à l'instar de sœur Anne, ne voient parfois rien venir, ou au dernier moment, mais il serait malhonnête d'affirmer qu'elles ne retiennent aucune leçon du passé lorsqu'il s'agit d'essayer d'endiguer les crises.

Ainsi, Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale depuis le 1<sup>er</sup> février 2006, avait, avant sa nomination à ce poste illustre, étudié la crise de 1929. Dans un de ses livres, *Essais sur la grande dépression*, il juge que la crise de 1929 a été aggravée par des conditions monétaires trop restrictives. Il estime également qu'il est de la responsabilité des banques centrales et des gouvernements de maintenir la stabilité financière. Pas étonnant, dans ces conditions, qu'il ait ouvert en grand le robinet des liquidités lors de la crise des *suprimes* !

Par souci de clarté, ce chapitre distingue, d'une part, la mobilisation de la politique monétaire et, d'autre part, l'utilisation de la politique budgétaire. Dans le monde réel, entre les deux, les frontières se brouillent parfois, surtout dans les périodes de crise très aiguë. Ainsi, en septembre-octobre 2008, il y a eu des moments où, par exemple, il devenait difficile de dire qui (du Trésor américain ou de la Fed) entraînait dans le capital de certaines banques et où on a vu l'État garantir le financement sur le marché interbancaire, empiétant un peu sur le domaine de la politique monétaire.

## La mobilisation de la politique monétaire

« Il est un temps pour se conformer aux règles et aux précédents, un autre où la sécurité exige de s'y soustraire. » Cette citation de Thomas Joplin (banquier anglais du XIX<sup>e</sup> siècle), commentant l'action de la Banque d'Angleterre pendant une crise intervenue en 1825, est reprise par Charles Kindleberger, qui estime d'ailleurs qu'intervenir en cas de crise « est un art et non une science ». Ces remarques illustrent la tension à laquelle la politique monétaire est soumise en cas de tempête sur les marchés financiers. En effet, depuis les années 1980, le dogme voudrait que la politique monétaire soit uniquement affectée à la stabilité des prix. Dans les faits, le dogme est mis de côté en cas d'urgence.

### Un refinancement massif par la banque centrale

Dans le cas où les acteurs financiers ont peur et ne veulent plus se prêter entre eux, il y a disparition de la liquidité des marchés. Dans le cas de la crise des *subprimes*, le rapport n° 78 du CAE note que la liquidité a disparu de certains marchés, notamment du marché interbancaire et du marché des actifs issus de la titrisation, « alors même que la liquidité macroéconomique globale continuait à croître très rapidement ».

Un assèchement de la liquidité sur le marché interbancaire se manifeste par le fait que le taux d'intérêt des prêts de liquidités à court terme entre banques est anormalement haut. Il faut donc que la banque centrale (la BCE en zone euro, la Fed aux États-Unis) apporte un refinancement massif pour que les banques ne soient pas victimes de problèmes d'« illiquidité » risquant de dégénérer en insolvabilité.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Comment une banque commerciale se finance, en temps normal et en temps de crise**

En temps normal, lorsqu'une banque commerciale a besoin d'argent « banque centrale », en d'autres termes de liquidités, son premier réflexe consiste à l'emprunter sur le marché interbancaire. Comme le système bancaire dans son ensemble crée constamment de la monnaie, il a constamment besoin du refinancement de la banque centrale. Notre banque commerciale ne trouvera pas toute la liquidité

dont elle a besoin sur le marché : elle va donc emprunter à la banque centrale. En général, le taux principal que pratique celle-ci est un peu plus élevé que le taux au jour le jour sur le marché monétaire. En temps de crise d'« illiquidité », comme en septembre et octobre 2008, la banque commerciale peine à trouver des consœurs disposées à lui prêter des liquidités. Il est des jours où elle doit tout emprunter à la banque centrale.

Les banques centrales disposent d'au moins trois moyens pour ouvrir le robinet des liquidités.

### ■ Premier moyen : baisser les taux d'intérêt

C'est celui qui est le plus commenté par la presse. Cette détente monétaire fournit un refinancement moins cher aux banques. Pour marquer les esprits dans les temps où il faut rétablir la confiance, les banques centrales décident parfois d'opérer des baisses coordonnées. Le même jour, plusieurs annoncent qu'elles baissent leurs taux directeurs, comme ce fut le cas le 8 octobre 2008, jour où les banques centrales des États-Unis, de la zone euro, du Royaume-Uni, du Canada, de la Suède et de la Suisse ont annoncé une baisse de 50 points de base (c'est-à-dire de 0,5 point).

#### Une baisse marquée des taux directeurs américains depuis mi-2007

La Fed décidait une première détente le 18 septembre 2007 en faisant passer son principal taux directeur, appelé son « taux objectif » de 5,25 % à 4,75 %, puis une deuxième le 31 octobre 2007 (de 4,75 % à 4,50 %). Aujourd'hui (janvier 2009), ce taux est quasiment nul !

### ■ Deuxième moyen : augmenter les montants du refinancement accordé aux banques commerciales

Lorsque les banques centrales prennent cette décision, c'est souvent le signe qu'elles estiment que le secteur bancaire court un grave risque.

Ainsi, lors de la crise de 1998, la Réserve fédérale a fait savoir au marché qu'elle injecterait autant de liquidités que nécessaire. Très vite après la fermeture par BNP-Paribas de trois de ses fonds, la BCE a ouvert en grand le robinet du refinancement en août 2007.

En pratique, les banques centrales peuvent aussi allonger la durée des prêts qu'elles accordent aux banques : d'une semaine environ, ces prêts passent à trois mois, voire six. Comme elles prêtent à intervalles très rapprochés (elles peuvent même accroître la fréquence de leurs interventions pendant les crises), augmenter la durée des prêts revient au même qu'augmenter leur montant : cela accroît le stock d'argent « banque centrale » injecté dans le système bancaire.

### La BCE, modèle de réactivité dans la crise des *subprimes* ?

Il est parfois de bon ton de critiquer systématiquement la Banque centrale européenne (BCE) et de lui reprocher son dogmatisme. Lors de la crise des *subprimes*, elle n'aurait pas tenu compte de la crise. On lui reproche d'avoir augmenté ses taux en juillet 2008 et d'avoir attendu octobre 2008 pour commencer à les baisser. Or, juger une politique monétaire en ne tenant compte que des taux fait l'impasse sur les choix que la banque centrale fait en matière de montants de refinancement. Le 9 août 2007, après la décision de Paribas de fermer trois fonds, elle injecte 95 milliards d'euros dans le marché interbancaire. Elle recommence, le 10 août, avec 61 milliards supplémentaires, puis le 13, avec 47,7 milliards. Pendant toutes les phases aiguës de la crise, la BCE prête de l'argent massivement. À certains moments, elle assure la totalité du refinancement des banques commerciales, puisque les banques ne se prêtent plus rien entre elles.

### ■ Troisième moyen : assouplir les procédures de refinancement, utiliser des méthodes « non conventionnelles »

Dans le cas de la crise des *subprimes*, cet assouplissement a concerné les collatéraux et les acteurs. En d'autres termes, les banques se sont montrées moins regardantes à la fois sur la garantie apportée à leurs prêts et sur la qualité du prêteur.

- ▶ Une banque commerciale qui vient solliciter un refinancement auprès de la banque centrale apporte des titres en garantie : elle lui fournit un « collatéral ». Normalement, la liste des collatéraux est limitée : il s'agit des titres les plus sûrs. En temps de crise, la banque centrale peut être moins exigeante sur la qualité des collatéraux et peut prendre en garantie des titres qui présentent un plus grand risque. C'est par exemple ce qui a été décidé par la Fed lors de la crise des *subprimes*.
- ▶ En temps normal également, seuls quelques acteurs ont accès au refinancement par la banque centrale. En temps de crise, celle-ci permet l'accès à de nouveaux acteurs. Pendant la crise des *subprimes*, la Fed a ouvert son guichet de l'escompte aux banques d'investissement, alors qu'il était en principe réservé aux seules banques de dépôts. Elle a donc accru sa propre exposition au risque. Comme le souligne Michel Aglietta dans *La Crise*, « La Réserve fédérale américaine est allée encore plus loin dans ce risque. Elle s'est mise à prêter directement aux entreprises... ».

## L'importance du prêteur en dernier ressort (PDR)

Lorsque les banques centrales agissent de façon aussi déterminée qu'elles l'ont fait lors de la crise des *subprimes*, elles se comportent en « prêteurs en dernier ressort » (PDR). Il s'agit d'une notion théorique. Dans la réalité, aucune institution financière ne reçoit, de par la loi, un quelconque statut officiel de PDR. Dans les faits également, ce sont les banques centrales qui jouent ce rôle. Dans la théorie, le rôle du PDR est justifié pour peu qu'il s'inscrive à l'intérieur d'un périmètre précis. Dans la réalité cependant, les frontières entre l'intervention justifiée et celle qui ne l'est pas sont imprécises.

### ■ Les cas où l'intervention du PDR est justifiée par la théorie

L'action du PDR a pour objectif de résoudre des problèmes d'« illiquidité », susceptibles de dégénérer en faillites généralisées. Elle consiste à prêter massivement aux banques. La théorie classique (élaborée par les économistes Thornton et Bagehot) estime que cette intervention doit avoir des caractéristiques précises. Le PDR doit être en

mesure, dans des délais très brefs, de prêter à court terme, sans limite de montant. Et surtout, le PDR doit prêter sans discrimination, mais seulement aux établissements de crédit solvables.

L'intervention du PDR n'est donc que transitoire. Elle ne doit pas avoir pour objet de sauver des banques insolvables ; elle se justifie par l'unique souci de restaurer la liquidité dégradée. Les prêts doivent donc être garantis par des titres apportés par les banques (dans le souci de vérifier la solvabilité).

### ■ Les problèmes rencontrés dans la réalité

La principale difficulté, précisément, est de distinguer, dans les faits, les situations d'« illiquidité » des cas d'insolvabilité. Comment savoir si, par les prêts qu'il accorde, le PDR ne soutient pas artificiellement une banque qui, mal gérée, aurait de toute façon été condamnée (par exemple, à se faire racheter par une concurrente) ?

À l'inverse, le PDR peut-il se montrer tatillon, à un moment où la frontière entre « illiquidité » et insolvabilité se fait mouvante ? Ces questions trouvent leur solution au cas par cas. Selon toute apparence, la Fed semble avoir jugé que Lehman Brothers était insolvable. En ne l'aidant pas cependant, elle a aggravé l'assèchement des liquidités.

Un second problème tient à l'apparition possible d'un aléa moral (voir chapitre 3). Si les banques savent que, de toute façon, elles auront un filet de sécurité, elles seront tentées de prendre des risques excessifs (c'est peut-être aussi pour montrer qu'il n'y avait pas d'aléa moral que la Fed a estimé ne pas devoir sauver Lehman Brothers). La probabilité d'un tel comportement croît d'ailleurs avec la taille de la banque. En effet, la communauté bancaire sait que les autorités ne laissent pas tomber une « grosse » banque, par peur de déclencher une crise dans tout le système. On synthétise ce raisonnement par l'expression « *too big to fail* ».

Pour éviter l'aléa moral, les PDR restent volontairement flous sur leur doctrine d'intervention. Cette indétermination soigneusement entretenue est parfois appelée « ambiguïté constructive ». L'objectif de cette ruse ? Ne pas donner au marché le sentiment qu'on lui fournit une police d'assurance.

## ■ Quel PDR au niveau international ?

Régulièrement, dans la période récente, la littérature économique s'est demandé qui pouvait bien constituer le PDR au niveau international. En d'autres termes, à qui incombe la responsabilité d'éviter une crise de liquidité entraînant une embolie générale des systèmes bancaires de plusieurs pays ? Cette question trouve, à chaque crise, des réponses au cas par cas.

Lors de la crise de 1998, la Fed a, dans les faits, joué le rôle de PDR non seulement en baissant rapidement ses taux, mais surtout en faisant savoir qu'elle injecterait autant de liquidités que la situation l'exigerait (voir chapitre 2). Encore faut-il ajouter que la réponse est un peu plus complexe, du fait que des établissements privés ont été mis à contribution par la Fed, lorsqu'elle a réuni un tour de table pour sauver le fonds *Long Term Capital Management* LTCM (chapitre 2 également).

Dans la crise des *subprimes*, le rôle de PDR semble avoir été assumé non par la Fed seule, mais aussi par plusieurs autres banques centrales, dont la BCE et la Banque d'Angleterre, qui, à plusieurs reprises, ont coordonné leurs interventions, soit pour baisser leurs taux, soit pour apporter des refinancements massifs. Comme le souligne Michel Aglietta dans *La Crise*, « elles ont coordonné leurs interventions de manière à fournir les différentes devises dont les banques avaient besoin aux quatre coins du monde, au fur et à mesure que la crise de liquidités se mondialisait. Elles ont eu l'intelligence de se constituer en club de pseudo-prêteur international de "dernier ressort". »

Et le Fonds monétaire international (FMI) ? À chacune des crises, on le voit mobiliser de très importantes sommes, comme pour le Mexique en 1994-1995 ou pour le Brésil en 1998. Sans entrer dans le détail des modalités d'intervention du FMI, il faut noter que cette organisation internationale ne peut, à la différence des banques centrales, créer de monnaie. En outre, ses ressources sont limitées et il n'agit qu'après des négociations, parfois lourdes, entre les États qui lui ont apporté son capital. Son intervention ne peut donc pas être ni immédiate ni illimitée. À l'heure actuelle, le FMI ne peut prétendre au rôle de PDR.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Le Fonds monétaire international, une institution qui perd souvent son « fonds de commerce »**

Le FMI a été créé en 1944 pour maintenir un fonctionnement harmonieux du système monétaire international, notamment pour favoriser et pérenniser le régime des changes fixes. À cette fin, il prête à court terme aux pays qui présentent des déficits de balance des paiements. En 1971, dans les faits, le système des changes fixes vole en éclats ; en 1976, les accords de la Jamaïque officialisent la nouvelle donne. Le FMI risque alors de se retrouver désœuvré ; à partir du début des années 1980, il se convertit dans le soutien financier des pays en développement qui présentent des problèmes de dette. Il adopte donc un rôle assez proche de celui de la Banque mondiale, si ce n'est que le FMI conditionne plus nettement son aide à la mise en œuvre de réformes libérales. La crise de 1997-1998 pousse plusieurs pays émergents à adopter une croissance davantage tirée par l'extérieur. Très exportateurs, ils deviennent non plus débiteurs, mais créanciers en dollars. À tel point qu'au début de la crise des *subprimes*, ils constituent plutôt un pôle de stabilité : ils n'ont pas besoin du FMI. Heureusement pour lui (si l'on peut dire !), cette crise affecte d'autres pays (comme la Hongrie ou l'Islande)... où il peut intervenir.

## L'utilisation des finances publiques

### Pourquoi l'État agit en « financeur en dernier ressort » des banques

Si une crise financière implique une crise bancaire, le risque ultime est que celle-ci dégénère en panique bancaire (voir chapitre 4). Il convient à tout prix d'éviter cette éventualité, faute de quoi l'économie risque d'être paralysée. Or, dans les situations de tension, la faillite d'une seule banque, surtout si elle est de grande taille, risque, par un effet de domino, de se répercuter sur l'ensemble du système bancaire.

Des mécanismes sont bien prévus pour limiter la probabilité d'occurrence d'une telle situation. Outre la réglementation dite « prudentielle » (voir chapitre 6), différentes dispositions ont pour finalité ultime d'éviter que le public ne s'inquiète de la situation des banques. En

France, il convient d'en mentionner au moins deux : une « invitation » faite aux actionnaires ainsi qu'un fonds de garantie des dépôts. Le problème est que ces mécanismes sont impuissants à endiguer l'inquiétude lorsqu'elle a commencé à s'installer dans les esprits.

### ■ L'impuissance de l'invitation faite aux actionnaires...

Historiquement, l'invitation faite aux actionnaires de soutenir une banque en difficulté s'accompagnait de la « solidarité de place », c'est-à-dire le recours aux autres établissements de crédit afin de soutenir celui qui est en situation difficile. Comme le note Thierry Bonneau dans *Droit bancaire*, « si le mécanisme de solidarité de place prévu par l'alinéa 2 de l'article 52 de la loi bancaire a été supprimé par la loi du 25 juin 1999, a été en revanche maintenue l'invitation aux actionnaires régie par l'alinéa 1 du même texte, devenu l'article L 511-42 du Code monétaire et financier ».

Cet article prévoit : « Lorsqu'il apparaît que la situation d'un établissement de crédit le justifie, le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, invite, après avoir, sauf en cas d'urgence, pris l'avis de la Commission bancaire, les actionnaires ou les sociétaires de cet établissement à fournir à celui-ci le soutien qui lui est nécessaire. »

Il ne s'agit pas d'entrer ici dans le détail des dispositions juridiques ni de s'interroger sur le caractère effectivement contraignant de cette « invitation », mais de comprendre que le dispositif, qui peut s'avérer utile pour traiter une défaillance isolée, est, de toute façon, inefficace en cas de crise *généralisée*. En effet, les actionnaires se portent certainement aussi mal, d'un point de vue financier, que la banque qu'ils sont invités à sauver. Certains mécanismes de traitement des difficultés peuvent être adaptés à des situations ponctuelles, mais ne le sont pas pour des problèmes à grande échelle.

**POUR ALLER PLUS LOIN****Crise « tout court » et crise systémique**

Dans la plupart des situations de crise, les différents « coupe-circuit » prévus par la réglementation ou la profession (par exemple des assurances) permettent de traiter la défaillance d'un, voire de plusieurs acteurs. Ils deviennent impuissants quand la crise se généralise. C'est un peu comme si la majorité des alpinistes unis par la même cordée dévissait de la paroi montagneuse en même temps. Ceux qui restent accrochés non seulement ne suffisent pas à empêcher la chute de leurs coéquipiers, mais aussi seront entraînés par elle. La théorie économique qualifie cette situation de « crise de système » ou de « crise systémique ».

**■ ... et celle de la garantie des dépôts**

Un autre mécanisme est prévu pour maintenir la confiance. Le fonds de garantie des dépôts a pour objet d'indemniser les déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts ou autres fonds remboursables. Les établissements de crédit agréés en France ont l'obligation d'adhérer à ce fonds et de le financer par leurs cotisations. Il s'agit en quelque sorte d'un « pot commun » où toutes les banques versent.

Le plafond de l'indemnisation par déposant est de 70 000 euros. Sans entrer dans les détails, il faut comprendre, là aussi, que le système peut protéger les clients d'une banque, ou de quelques-unes, faisant faillite, mais pas de la faillite de l'ensemble du système bancaire. Comme pour l'invitation faite aux actionnaires, l'assurance des dépôts voit son efficacité disparaître en cas de crise systémique.

Or, lorsque les particuliers contactent leur banquier pour se renseigner sur l'assurance des dépôts et que la presse en détaille les modalités (comme ce fut le cas en septembre 2008), les autorités économiques se disent que la situation commence à « sentir le roussi ». Voilà pourquoi le Président de la République française a déclaré, le 25 septembre 2008 lors de son discours de Toulon, dans un passage sur les banques : « Si elles devaient être mises en difficulté par la spéculation, je n'accepte-

rais pas qu'un seul déposant perde un seul euro parce qu'un établissement financier se révélerait dans l'incapacité de faire face à ses engagements. »

Une telle promesse est à double tranchant. Soit elle restaure la confiance (c'est le but). Soit elle attire l'attention sur un problème potentiel, sachant que l'État pourrait difficilement honorer sa promesse en cas de panique. Les dépôts bancaires représentent environ 3 100 milliards d'euros, quand le PIB de la France se monte à 1 700 milliards d'euros.

Au total, l'État ne peut se désintéresser des risques systémiques dans le secteur bancaire. À côté du prêteur en dernier ressort, il doit agir en « financeur » ou en « payeur » en dernier ressort. Selon les cas, son intervention emprunte différentes formes.

## Comment l'État peut soutenir le secteur bancaire

Les finances publiques sont appelées au secours des banques selon trois modalités principales qui peuvent coexister.

### ■ Première modalité : le refinancement en liquidités

L'État peut aider les banques à surmonter leurs problèmes de liquidités, c'est-à-dire les aider à trouver du refinancement sur le marché monétaire. Dans ce cas, il apporte sa garantie aux banques, voire il lève lui-même des fonds sur le marché. Cette intervention se justifie lorsque le marché des liquidités s'assèche complètement, comme lors de la crise des *subprimes*, alors même que les banques centrales assurent un refinancement massif. Cette solution a été mise en œuvre par la France.

### ■ Deuxième moyen : l'apport par L'État de capitaux propres aux banques

Ainsi, lors de la crise des *subprimes*, les banques Northern Rock et Bear Stearns ont été nationalisées. Plus généralement, c'est le choix de l'entrée dans le capital qu'ont fait le gouvernement de la Suède au début des années 1990 (alors que le système bancaire était confronté à une grave crise) et le gouvernement britannique à l'automne 2008.

### Une structure créée en France pour refinancer les banques

Le doute plane sur son nom définitif : SRAEC (société de refinancement des activités des établissements de crédit) ? ou SFRE (société de refinancement de l'économie) ? ou SFEF (société de financement de l'économie française) ? Créée par la loi de finances rectificative du 16 octobre 2008, cette structure, détenue à 34 % par l'État et à 66 % par sept banques, vise à apporter de la liquidité aux banques commerciales. Celles-ci peuvent lui apporter des actifs que la BCE n'accepte pas en garantie et prennent des engagements quant au financement de l'économie. La SRAEC emprunte elle-même auprès des marchés, avec la garantie de l'État. La garantie publique, qui courra jusqu'à la fin de l'année 2009, devra être plafonnée à 320 milliards d'euros. Cette structure, qui épaula l'action de la BCE pour fournir des liquidités aux marchés, brouille donc la frontière entre politique budgétaire et politique monétaire.

Entrer dans le capital présente un avantage : si le sauvetage réussit, l'État verra sa participation s'apprécier sur les marchés.

En France, le plan adopté mi-octobre 2008 crée une société de prise de participation de l'État pour procéder, en cas de besoin, à la recapitalisation des banques. Elle se financera en empruntant sur le marché avec la garantie de l'État. La garantie sera plafonnée à 40 milliards d'euros. Une garantie fonctionne à peu près comme un cautionnement pour un loyer : elle ne coûte rien si le débiteur – ou le locataire – paie sans faire d'histoire ! Au début, les banques se sont montrées réticentes, notamment parce qu'elles ne voulaient pas être « stigmatisées » comme étant en danger. Fin octobre 2008, Bercy a su convaincre les six plus grandes banques de souscrire un total de 10,5 milliards d'euros de « dette subordonnée ». Un deuxième plan du même montant a ensuite été mis en œuvre. Apporter de la « dette subordonnée » ne confère pas de droit de vote à l'État (il ne s'agit pas d'une « vraie » prise de participation).

### ■ Troisième moyen : le rachat par L'État des actifs « pourris » qui encombrant le bilan des banques

En temps de crise, les actifs des banques se dégradent (voir chapitre 4). La solution consiste ici à les acheter. C'est le sens du plan Paulson (secrétaire au Trésor américain), en tout cas dans sa première mouture (le plan ayant ensuite été infléchi dans le sens d'une recapitalisation des banques, voir chapitre 2). C'est aussi ce qui avait été fait au Japon en 1998 pour le système bancaire, ou en France pour le Crédit lyonnais. Dans ce dernier cas, les créances douteuses avaient été rachetées par une structure dite « de défaisance », en l'espèce le CDR (Consortium de réalisation), financée sur fonds publics.

Dans le cas du Crédit lyonnais, la manœuvre consistait à racheter les actifs aux banques à leur valeur historique (de manière à ne pas faire apparaître de pertes dans les comptes de la banque), puis à étaler autant que possible la vente de ces actifs par le CDR, de manière à limiter les moins-values. La perte était supportée par l'État (bien que cela n'apparaisse pas dans le budget strictement dit) donc *in fine* par le contribuable.

Au total, les moyens mobilisés sont importants, à la hauteur du danger que présenterait le glissement vers une panique bancaire.

#### Un coup de poker pour inspirer confiance

Le PIB de la France (soit l'ensemble des richesses produites en un an) est d'environ 1 700 milliards d'euros. Des garanties de 360 milliards en représentent plus de 21 %. L'État serait incapable d'honorer ses engagements si la totalité des garanties devait jouer. Précisément, l'idée est que les garanties ne jouent pas. Le pari est que la détermination affichée, en d'autres termes, que l'effet d'annonce suffise à restaurer un marché financier calmé. C'est un coup de poker, invraisemblable mais nécessaire.

## Le soutien de l'activité réelle

Les effets de la crise ne restent pas cantonnés au secteur financier. Les finances publiques sont aussi appelées à la rescousse pour soutenir l'activité réelle. Il ne s'agit pas ici de faire un rappel complet des théories et des pratiques en matière de politique budgétaire. Contentons-nous de dire que, face à une crise financière, le soutien des finances publiques semble d'abord limité aux effets directs de la crise puis, à mesure que celle-ci se généralise (et que les gouvernements révisent leur opinion initiale), ce soutien devient de plus en plus large.

Ainsi, lors de la crise des *subprimes*, le gouvernement américain a d'abord voulu apporter une aide ciblée sur les ménages qui s'étaient laissé piéger par les courtiers (voir chapitre 1). Le programme envisagé par l'administration Bush après le déclenchement de la crise des *subprimes*, programme appelé « Hope now alliance » (présenté officiellement en décembre 2007) consistait à aider les ménages endettés, potentiellement solvables (donc pas les autres), mais menacés par la hausse des taux (puisqu'ils étaient endettés à taux variables)

Ce plan n'a pas été vraiment mis en œuvre. Du coup, ce genre d'action ciblée n'a pas suffi et les gouvernements ont été amenés à intervenir de façon massive. Par exemple, le gouvernement britannique a décidé, à l'automne 2008, une relance keynésienne de son économie, passant par un plan d'aide aux PME, par la construction de logements sociaux et de nouveaux hôpitaux, ainsi que par la baisse de la TVA. Il faut dire que le pays a considéré qu'il avait des marges de manœuvre : la dette publique représente en 2008 37,9 % du PIB (43,4 % si on tient compte de Northern Rock), contre 56,4 % pour l'ensemble de la zone euro.

Dans la mesure où, avant la crise des *subprimes*, la croissance reposait essentiellement sur l'endettement privé (les États-Unis vivant en quelque sorte « à crédit », grâce notamment aux prêts de la Chine) et où celui-ci s'est tari, dans la mesure où la crise des *subprimes* provoque une contraction générale des bilans privés, il faut bien que l'endettement privé soit remplacé par de l'endettement public.

## Une facture très lourde

Même si chiffrer le coût des crises pour les finances publiques constitue un exercice difficile (il faudrait pouvoir savoir quel aurait été le budget sans la crise et le comparer avec le budget affecté par la crise), plusieurs économistes s'accordent pour estimer que les crises des années récentes ont eu des coûts élevés.

Robert Boyer, Mario Dehove et Robert Plihon, dans le rapport n° 50 du CAE sur *Les Crises financières* estiment que « le montant moyen des sommes engagées par les États pour venir en aide aux banques en détresse est important, puisqu'il est évalué par cette étude qui porte sur 34 pays développés, en développement et en transition, sur la période 1970-2000, à 12,8 % du PIB. Et ce coût est encore plus élevé pour les pays en développement, puisqu'il s'élève à 14,3 % ». »

Les mêmes économistes illustrent le coût de la crise asiatique de 1997-1998 : elle « a pesé lourdement sur les finances publiques de l'Indonésie (50% du PIB), de la Thaïlande (34%), de la Corée (27%) ».

Olivier Passet, dans une *Note de veille* d'octobre 2008 du Centre d'analyse stratégique, livre plusieurs estimations du coût public du renflouement des institutions financières. Ainsi, pour la crise américaine des « Savings & Loans » (caisses d'épargne) de 1986-1992, ce coût s'élèverait à 2,8 % du PIB 1986. L'assainissement du bilan des banques par l'État japonais lui aurait coûté l'équivalent de 12 % du PIB de 1998.

### POUR ALLER PLUS LOIN

#### Produit intérieur brut (PIB)

Montant total des richesses produites au cours d'une période donnée (l'année ou le trimestre) dans une économie. Le PIB est une variable de flux : il ne constitue pas une donnée de stock, une mesure patrimoniale. Par exemple, le château de Versailles n'est pas pris en compte dans le PIB en tant qu'actif, mais par l'exploitation commerciale et l'entretien qu'il occasionne.

À l'heure où ces lignes sont écrites (janvier 2009), la France a d'abord estimé le déficit de ses administrations publiques pour 2009 à 3,9 % de son produit intérieur brut (PIB), puis, en janvier 2009, à 4,4 % du PIB. C'est au-delà de la limite (3 % du PIB) posée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), que plusieurs autres pays de la zone euro ne respecteront pas non plus en 2009. Dans ses prévisions de janvier 2009, la Commission estime le déficit public 2009 de la zone euro à 4 % de son PIB. Pour les États-Unis, certains parlent d'un déficit public de 10 % du PIB. Malheureusement, on peut déjà parier sans grand risque d'erreur que les éventuelles réévaluations des déficits publics ne se feront que dans le sens de leur creusement.

### **Le plan de relance français du 4 décembre 2008**

Ce plan, dont l'effort représenterait 26 milliards d'euros, veut donner une impulsion à l'économie sans handicaper la compétitivité et les finances publiques de la France sur le long terme. C'est pourquoi il cible principalement l'investissement (à hauteur de 10,5 milliards d'euros, dont 4 milliards par l'État) et la trésorerie des entreprises (par le remboursement anticipé de certaines dettes du fisc). L'accent est mis sur le caractère rapide et temporaire des mesures.

Chapitre 6

# Quels moyens pour prévenir les crises financières ?



« Mieux vaut prévenir que guérir ». Dans l'idéal, plutôt que de subir les conséquences des crises (sur la croissance, le chômage et les finances publiques), il vaudrait mieux prévenir leur déclenchement, c'est-à-dire soit empêcher la formation des bulles, soit freiner les mécanismes de propagation. Cependant, si on pense que, dans sa nature même, la finance actuelle est condamnée à la séquence « emballement - crise » (voir la fin du chapitre 3), toutes les suggestions de régulation contenues dans ce chapitre ne pourront pas interdire l'instabilité, mais tout juste l'amortir.

Ce chapitre examine différentes pistes, parfois contradictoires, actuellement suggérées par la communauté des experts ou des économistes. Il ne présume pas de ce qui sera, ou non, décidé.

## Renforcer la surveillance des acteurs de la finance

### Mieux veiller à la solvabilité des banques

La réglementation dite « prudentielle » vise à s'assurer de la solidité du système financier. Elle ne s'applique qu'aux banques et aux assurances), et pas aux autres acteurs de la finance. Son principe est d'améliorer la solvabilité des banques afin d'empêcher les risques de système. Pour faire simple, elle contraint chaque banque à avoir des fonds propres en adéquation avec les engagements qu'elle prend. Plus une banque veut

accorder de crédits, et plus ceux-ci sont risqués (par exemple, il est moins sûr de prêter à une PME qu'à une grosse entreprise), et plus elle doit augmenter son capital.

Concrètement, on affecte un coefficient de pondération aux engagements. Ce coefficient croît avec le risque. On contraint la banque à avoir des fonds propres au moins égaux à un certain pourcentage de cette somme pondérée. Dans la réalité, les calculs sont complexes. Différentes méthodes existent, selon que la banque a su développer ou non ses méthodes internes de mesure, de gestion et de contrôle des risques. Les règles prudentielles actuelles sont ainsi supposées avoir un autre effet : pousser, précisément, les banques à se doter de ces techniques d'appréciation du risque.

#### POUR ALLER PLUS LOIN

##### **Du ratio Cooke au dispositif McDonough**

La réglementation prudentielle a été élaborée au sein du Comité de Bâle qui rassemble des gouverneurs de banques centrales. Alors qu'il était présidé par P. Cooke, ce Comité a fait en 1988 des recommandations, qui ont été adoptées par différents pays, et notamment par l'Union européenne. L'idée était d'imposer aux banques d'avoir un capital d'au moins 8 % (le célèbre « ratio Cooke ») de la somme de leurs engagements pondérés. Par la suite, cette réglementation a été critiquée pour certains de ses caractères simplistes : par exemple, les pondérations ont été considérées comme arbitraires. Le Comité de Bâle s'est donc remis à la tâche et a adopté (par les accords dits « Bâle 2 » de 2004) de nouvelles règles, qui avaient été proposées par W. McDonough. Celles-ci affinent les techniques de prise en compte des risques (au point de les rendre, disent certains, trop complexes). Elles contraignent les banques à publier de nombreuses informations et à se doter de services consacrés au contrôle des risques.

Manifestement, ces dispositifs n'ont pas su empêcher le déclenchement de la crise des *subprimes*.

Les crises semblent s'alimenter au crédit (voir chapitre 4). Si celui-ci s'emballer régulièrement, c'est que les régulations prudentielles sont parfois impuissantes à contenir le mouvement, d'autant plus qu'elles sont contournées, au moyen de la titrisation par exemple. Il faudrait donc

inventer un dispositif de plus en plus contraignant au fur et à mesure que le crédit s'accroît. Le mécanisme serait donc « contracyclique » (c'est-à-dire que son effet serait de contrarier la tendance).

À cette fin, certains auteurs, comme Michel Aglietta dans *La Crise*, proposent d'imposer aux banques de passer, par anticipation, des provisions, c'est-à-dire de constater comptablement, des pertes, dans des montants croissant avec leurs engagements. Ce « provisionnement », en dégradant les comptes bancaires, aurait donc vocation à ralentir leur distribution de crédits dans les périodes de vaches grasses. Comme le souligne le rapport n° 50 du CAE, « en amenant les banques à calculer leurs provisions *ex ante* [c'est-à-dire par anticipation] sur les pertes attendues sur la durée d'un cycle entier », ce provisionnement « réduirait la volatilité de leurs résultats ».

René Ricol, dans son *Rapport sur la crise financière* (septembre 2008) suggère par ailleurs d'étudier la mesure suivante : « L'obligation qui pourrait être donnée aux banques de conserver une partie des encours titrisés à leur bilan, ce qui les obligerait à se livrer à une analyse approfondie et continue des risques sous-jacents qu'elles ont aujourd'hui largement abandonnée. » Mais il ajoute qu'il faudrait que les banques ne contournent pas cette réglementation.

## Étendre la supervision aux fonds d'investissement ?

Dans sa version actuelle, la surveillance prudentielle des banques a certes des défauts (notamment son impuissance à calmer les phases d'emballlement) mais elle présente un mérite immense : elle existe ! Tel n'est pas le cas pour les différents investisseurs qui interviennent sur le marché, comme les fonds d'investissement et autres *hedge funds*.

Non seulement ces fonds n'ont pas à respecter de normes en matière de fonds propres, mais encore leurs obligations en matière de diffusion d'informations à destination des régulateurs et du public sont moins contraignantes que pour les banques. Or ces fonds agissent en partie comme des banques (ils prennent au moins autant de risques dans leurs engagements et s'endettent massivement), alors même qu'ils ne reçoivent pas les dépôts du public, dépôts qui leur fourniraient une sorte de « coussin » de liquidités.

Toutes ces considérations amènent un certain nombre d'experts à proposer que la supervision prudentielle qui s'applique aux banques soit étendue aux fonds d'investissement. Jusqu'à présent, au niveau communautaire, une telle proposition était considérée comme taboue par certains de nos partenaires, notamment le Royaume-Uni. Cette extension de la réglementation prudentielle à une gamme étendue d'acteurs de la finance aurait une vertu majeure : les banques ne pourraient plus contourner la réglementation prudentielle (on dit alors qu'elles pratiquent un « arbitrage réglementaire ») en sortant les crédits de leurs bilans. Elles ont fait un tel arbitrage réglementaire au moyen de la titrisation... avec les résultats que l'on sait.

## Agir sur les incitations

### Les agences de notation : réglementer, nationaliser ou attiser la concurrence ?

Les agences de notation sont payées pour apprécier la solidité financière des emprunteurs. Elles sont donc supposées apporter au marché des informations précieuses pour apprécier le risque présenté par un placement. Au niveau mondial, elles sont très peu (deux grandes, et une petite) à se partager le marché : Moody's ; Standard and Poor's ; Fitch.

Les agences de notation essuient de nombreux reproches. D'abord, elles ne verraient pas arriver les krachs à l'avance. Leur manque de discernement se vérifie dans les années récentes, notamment lors de la crise des *subprimes*. Pourquoi le leur reprocher ? objectera-t-on. Après tout, elles ne sont pas des devineresses. Si ce n'est qu'elles sont payées cher pour leur expertise. Ensuite, une fois la crise déclenchée, elles sur-réagissent, comme pour faire oublier leur myopie passée, en « dégradant » brutalement les émetteurs, en d'autres termes en abaissant la note qu'elles accordent aux entreprises qui empruntent sur les marchés. Elles auraient donc un rôle procyclique néfaste en amplifiant les mouvements de panique. Enfin, et surtout, elles n'auraient pas été pour rien dans la bulle précédant la crise des *subprimes* : chargées de noter les produits structurés, elles avaient intérêt à ne pas être trop critiques, étant payées sur le volume de crédits titrisés. Il y aurait donc eu un « conflit d'intérêt ».

Dans la foulée des dernières crises, particulièrement celle des *subprimes*, certains experts plaident pour une réglementation plus stricte des agences de notation. À défaut, il faudrait au moins que les agences soient enregistrées par une autorité européenne. Comme le souligne le rapport n° 78 du CAE, « Les Européens devraient et pourraient mieux équilibrer la puissance américaine. Depuis 2006, la SEC (Securities and Exchange Commission), organisme fédéral américain de régulation et de contrôle des marchés financiers, remplit en matière de notation une fonction de régulation au plan mondial, puisqu'elle a le monopole de fait de la labellisation des agences (label NRSRO, *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation*) ».

Réglementer les agences de notation semble à première vue une proposition de bon sens. Il faut cependant réfléchir à deux fois avant de s'engager dans cette direction.

En premier lieu, quelle serait la finalité de cette réglementation ? En général, lorsqu'on réglemente une profession, c'est pour en limiter l'accès (comme pour les banques, les notaires ou les pharmaciens). Or, il y a déjà très peu d'agences de notations. La réglementation pourrait viser à standardiser leur échelle de notes, voire à leur faire prendre en compte la liquidité, mais ceci ne changerait rien au reproche qui leur est fait d'amplifier les crises.

En second lieu, si réglementer consiste à vérifier les analyses des agences, ceci suppose qu'un superviseur, voire la puissance publique, ait les moyens et les compétences de faire leur travail. En outre, cela risque de conférer une sorte de « label » aux agences. Or, quelle que soit la technicité de leurs collaborateurs, leurs avis ne sont que des opinions. Celles-ci risqueraient d'être « sacralisées » par une sorte d'onction de la puissance publique. Ce qui reviendrait à créer une sorte d'aléa de moralité sur les marchés.

Réglementer pourrait donc ne pas suffire. Peut-être faut-il choisir entre deux solutions extrêmes :

- Soit on considère que l'opinion émise par ces agences constitue une sorte de bien public. Dans ces cas, il faut les nationaliser ou alors créer une agence publique au niveau européen.

- Soit on estime que la puissance publique sort de son rôle si elle donne des avis sur la solidité financière des entreprises, (d'autant qu'elle risque de faire des erreurs d'analyses). Dans ce cas, il faut amplifier la concurrence sur le marché de la notation. Pourquoi alors ne pas favoriser l'apparition de nouvelles agences sur le marché de la notation, par exemple, en rendant moins restrictives les conditions d'entrée, voire en démantelant et « tronçonnant » les agences actuelles. Quand un secteur est dominé par un nombre trop restreint d'entreprises, il convient parfois de fragmenter celles-ci pour réintroduire un peu de saine concurrence : dans le secteur des télécommunications, c'est ce qu'ont fait les États-Unis avec ATT (*American Telephone and Telegraph Company*) dans les années 1980. Comme le souligne le rapport n° 50 du CAE : « Il ne faut pas se cacher que ces dispositions seront difficiles à mettre en œuvre car elles se heurtent à l'opposition résolue des agences de notation, et requièrent l'appui des autorités américaines ».

## Les professionnels : comment leur faire tenir compte du long terme ?

Pour éviter que les *traders* ne prennent des risques excessifs, il faut modifier les incitations qui se résument au calcul « pile, je gagne; face, la banque perd » (voir chapitre 3). Une mesure simple consisterait à ce que les bonus ne soient plus assis sur une période très courte, mais au contraire à en différer le versement de manière à en calculer le montant sur les résultats obtenus pendant plusieurs années. En la matière, toute réglementation pourrait être facilement contournée sans une ferme autodiscipline des banques.

Lors de la crise des *subprimes*, certains traits de la rémunération des dirigeants des banques ont été sur la sellette, comme la pratique des parachutes dorés. Ici aussi, il semble que la puissance publique hésite à légiférer. Ainsi, en France, les autorités préfèrent la voie de la persuasion. Les banques qui font appel aux mécanismes de soutien (décrits dans le chapitre 5) doivent signer la charte sur la rémunération des dirigeants d'entreprise élaborée par le Medef. Les États-Unis au contraire, début 2009, semblent s'orienter vers une limitation des rémunérations des dirigeants.

## Les normes comptables : comment contenir la « fair value » ?

La valorisation des actifs au prix du marché permet (voir chapitre 4) de s'endetter plus facilement dans les phases de hausse, donc amplifie l'effet de levier et la spirale spéculative. Elle rend immédiate, dans les phases de baisse, la dégradation des bilans des banques, voire pousse celles-ci à procéder à de nouvelles ventes. Il faut donc tenter de limiter cet effet procyclique.

Beaucoup d'experts ne vont pas jusqu'à proposer de remettre complètement en question la valorisation au prix du marché. Ils font remarquer que l'on ne peut pas modifier sans cesse les règles comptables, sachant que l'adoption des normes IFRS/IASB (voir chapitre 4) ne remonte qu'à quelques années. Le sens de leur proposition consiste à distinguer selon que l'actif est ou non détenu à long terme.

Le rapport n° 78 du CAE illustre cette logique : « Il ne s'agit pas de remettre en cause le principe de la « fair value », mais d'élargir le champ des exceptions. Il faudrait notamment assouplir les règles de comptabilisation en valeurs de marché pour certains investisseurs en leur permettant de lisser leurs plus ou moins-values latentes sur plusieurs années dans les cas où les titres sont détenus jusqu'à l'échéance. »

Le rapport de René Ricol, remis au président de la République en septembre 2008, qui liste des propositions pour sortir de la crise financière, fait mention d'une solution comparable pour les périodes de crise. « ... Face à des marchés illiquides, certains ont proposé que soit autorisé de reclasser certains actifs du *trading book* [ceux qui sont susceptibles d'être vendus sur le marché] en titres de long terme, avec l'accord d'un consensus international, si la notion de marché illiquide peut être définie de façon précise... ».

## Améliorer la gouvernance financière internationale

Les banques étant implantées sur plusieurs pays, et les réactions sur les marchés financiers se propageant autour de la planète aussi vite que le permettent les technologies de l'information et de la communication, les propositions de réformes qui viennent d'être énumérées manqueraient d'efficacité si elles n'étaient pas mises en œuvre, de façon coordonnée, par plusieurs pays. Ce besoin de coopération pour réguler les activités financières concerne non seulement le niveau international mais aussi l'échelon européen.

### Redéfinir la gouvernance au niveau mondial

La crise des *subprimes* semble, par sa dimension planétaire, avoir prouvé que des régulations internationales étaient nécessaires. Il faut en effet que les principaux pays s'entendent sur des règles du jeu communes, sans quoi les activités financières iront se localiser là où les contraintes réglementaires sont les plus légères.

#### ■ Associer davantage d'acteurs à la gouvernance mondiale ?

Les règles internationales nécessaires pour encadrer les activités financières et bancaires seront plus faciles à élaborer et à mettre en œuvre si elles ne constituent pas la production exclusive des pays qui sont sortis vainqueurs de la Seconde Guerre mondiale. Il faut à présent tenir compte de la nouvelle hiérarchie des nations et de l'importance grandissante de certains grands pays émergents. Ceux-ci méritent certainement d'être associés aux réunions qui se tiennent régulièrement au niveau mondial entre les grands argentiers et les ministres des finances. C'est d'ailleurs la signification qu'a prise la réunion du G20 mi-novembre 2008.

**POUR ALLER PLUS LOIN****DU G7 au G20**

Le G7 n'est pas, à la différence du Fonds monétaire international ou de la Banque mondiale, une institution internationale ; il s'agit d'une sorte de regroupement périodique qu'on pourrait qualifier d'informel s'il ne se tenait pas au plus haut niveau. Le G7 désigne les réunions, tenues plusieurs fois par an, des pays qui furent parmi les plus riches de la planète depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale (les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie et le Canada). Le pays hôte organise plusieurs réunions de préparation, où les dirigeants envoient leurs « sherpas ». À la fin des années 1990, le groupe s'élargit à la Russie et devient le G8. En juin 2007, il est décidé d'associer six autres pays (Afrique du Sud, Égypte, Brésil, Chine, Inde et Mexique) à certaines grandes discussions : c'est le processus de Heiligendamm (du nom de la plus ancienne station balnéaire allemande, où s'est tenu le G8). Le G20 constitue une formule encore plus large ; l'Union européenne y est représentée.

**■ Donner un plus grand rôle au FMI dans le maintien de la stabilité financière ?**

Actuellement, la réflexion pour coordonner les efforts afin d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers et réduire les risques systémiques se fait au sein du « Forum de stabilité financière », qui rassemble les autorités monétaires et financières des grands pays, les superviseurs des grandes places financières et diverses organisations internationales (comme le FMI ou l'OCDE).

L'Union européenne souhaite renforcer le FMI en cette matière. Avant le G20 du 15 novembre 2008, les représentants européens portaient négocier avec la proposition suivante : « Confier au FMI un rôle central dans une architecture financière plus efficace. La mission de prévention des crises financières relèvera du FMI, qui dispose de la légitimité et de l'universalité nécessaire pour devenir de plus en plus le pivot d'un système international rénové. À cette fin, son rôle sera mieux articulé avec celui du Forum de Stabilité Financière ».

## ■ Faire la chasse aux paradis fiscaux

Les paradis fiscaux et les places « *off-shore* » constituent une source d'évasion fiscale et une perte de recettes pour la plupart des États. Et surtout, pour ce qui concerne leur rôle dans les crises financières, ils attirent la finance internationale tout en constituant des lieux d'opacité totale. Ils représentent donc des « trous noirs » contrariant la tentative d'améliorer la gouvernance de la finance au niveau international.

Ainsi, suite à l'approfondissement de la crise des « *subprimes* », un mouvement de réaction en Europe a semblé se dessiner. Le 21 octobre 2008, lors d'une réunion de l'OCDE, les ministres allemand et français ont lancé de vives attaques contre les paradis fiscaux et l'évasion fiscale. Les déclarations du ministre français du Budget, Éric Woerth, ont traduit leur état d'esprit : « Nous ne pouvons plus accepter que des États prospèrent sur la fraude. Nous ne pouvons plus tolérer que l'image du système financier international soit vérolée par des poches d'opacité, de secret excessif, d'absence de régulation. »

## Renforcer sensiblement la supervision au niveau européen

Actuellement, dans le cadre de l'Union européenne, la supervision de certains acteurs du monde de la finance n'est pas assumée par une instance unique européenne, ni par un système hiérarchisé à l'image de la BCE et des banques centrales nationales, mais par les superviseurs nationaux. D'ailleurs, au sein de chaque pays, il y a parfois plusieurs superviseurs, chacun spécialisé sur une activité.

La surveillance des banques est exercée par la Commission bancaire. Sa mission générale, d'après le Code monétaire et financier est « de contrôler le respect par les établissements de crédit des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables ». Elle « examine les conditions de leur exploitation et veille à la qualité de leur situation financière ». La régulation des marchés financiers est assurée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Créée en 2003, cette autorité veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. La surveillance du secteur des assu-

rances (au sens large) relève de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM). Tous les pays n'ont pas adopté cette partition par secteur (qui pourrait d'ailleurs faire l'objet d'une réforme). Ainsi, au Royaume-Uni, la FSA (*Financial Services Authority*) intègre la régulation des marchés financiers et des assurances.

Comme les entreprises du secteur de la finance interviennent dans plusieurs pays, la régulation présenterait des failles si elle ne s'appliquait que dans un cadre strictement national. C'est pourquoi une collaboration des superviseurs nationaux a été instituée, dans des comités européens. Cette coopération se fait dans le cadre de ce qui est appelé le « processus Lamfalussy ».

## POUR ALLER PLUS LOIN

### Le processus Lamfalussy et les trois comités de superviseurs

En 2001, un Comité des sages, présidé par le baron belge Alexandre Lamfalussy, a été chargé d'améliorer la réglementation et la surveillance du secteur financier dans l'Union européenne, tout en tenant compte de l'extrême complexité de ce domaine. Il a formalisé un processus de coopération comprenant quatre niveaux :

- le niveau de la législation (selon les procédures habituelles de la prise de décision dans la Communauté européenne) ;
- le niveau des mesures d'exécution, plus technique ;
- le niveau de la supervision ;
- le niveau du contrôle, par la Commission européenne, de l'application des textes adoptés.

Le troisième niveau, la supervision, implique trois comités européens, composés des régulateurs nationaux : le CESR (*Committee of European Securities Regulators*) s'occupe des marchés financiers, le CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) des banques et le CEIOPS (*Committee of European Insurance & Occupational Pensions Supervisors*) des assurances.

La complexité du dispositif d'ensemble a conduit certains à plaider pour la constitution d'un système plus intégré, sur le modèle du système européen des banques centrales, qui, en matière de politique monétaire dans la zone euro, rassemble la BCE et les banques centrales nationales.

C'est en tout cas la position que semble avoir prise Michel Pébereau, président du conseil de surveillance de BNP-Paribas.

La suggestion de créer une super autorité prudentielle au niveau européen soulève évidemment des oppositions nationales. Elle implique en effet une perte de souveraineté. Faut-il pour autant considérer qu'elle n'est pas dans le domaine du possible, dans la mesure où l'on a consenti de substantiels abandons de souveraineté pour construire la monnaie unique, et en particulier dans la mesure où les banques centrales nationales ont perdu du pouvoir avec l'instauration de la BCE ?

## Ralentir les marchés financiers ?

Si, à l'instar des maniacos-dépressifs, il est dans la nature des marchés financiers de passer de phases d'euphorie à des phases d'abattement, alors il faut réguler leur humeur pour les empêcher de s'emporter à la hausse comme à la baisse. Il s'agit donc de les freiner. Des propositions de ce genre ont déjà été faites pour prévenir les crises de change ; elles consistent en quelque sorte à « gripper » les mouvements de capitaux. Ces suggestions pourraient être étendues à l'ensemble des marchés.

### Limiter la volatilité des mouvements internationaux de capitaux ?

La plupart des crises récentes qui ont touché les pays émergents (crise *Tequila* du début des années 1980, crises asiatiques de 1997, crise russe de 1998) ont été aggravées par les attaques qui se sont déclenchées contre leur monnaie respective. La volatilité des devises plaçait certains responsables devant un dilemme « cornélien » : soit soutenir l'activité et le secteur bancaire, donc baisser les taux d'intérêt ; soit défendre le change pour rassurer les investisseurs étrangers, donc augmenter les taux d'intérêt.

Du coup, si la plupart des économistes s'accordent à penser que la libéralisation internationale des mouvements de capitaux est une bonne chose, ils admettent aussi que les fonds qui passent d'un pays à l'autre, et dont les mouvements déterminent les taux de change, ne sont pas d'une égale utilité. Les investissements directs étrangers (par exemple

des prises de participation dans des entreprises) apparaissent plus porteurs, en termes de développement, que des capitaux à court terme.

## POUR ALLER PLUS LOIN

### **Le commerce subit le taux de change mais ne le détermine pas**

Les manuels d'économie affirment parfois que le commerce extérieur d'un pays influence le change de sa monnaie. Illustrons leur raisonnement par un exemple fictif, en utilisant le mark et le franc (qui ont aujourd'hui disparu avec l'euro). Les entreprises de la France, dont la monnaie est le franc, commercent avec les entreprises de l'Allemagne, dont la monnaie est le mark. La France enregistre un déficit ; dans ces conditions, globalement, les entreprises françaises ont besoin de davantage de marks pour payer leurs fournisseurs outre-Rhin que les entreprises allemandes n'auront besoin de francs. La demande de marks augmente : le mark s'apprécie et le franc se déprécie. La compétitivité prix de la France s'améliore ; elle exporte davantage. Au bout d'un moment, dit la théorie, son déficit commercial se résorbe. Ce schéma suppose que l'offre et la demande sur le marché des changes dépendent uniquement des transactions commerciales. Dans la réalité, rien n'est plus faux. Les transactions sur le marché des changes ne sont que pour une partie infime (moins de 5 % des montants) le reflet des échanges commerciaux. Pour l'essentiel, elles dépendent des mouvements de capitaux, c'est-à-dire des placements et des investissements, dont les montants sont très supérieurs. Voilà pourquoi le change peut durablement se fixer à un niveau pénalisant pour le commerce extérieur d'un pays.

Pour prévenir les crises de change, il a été suggéré de ralentir le marché des changes. Il s'agit de « mettre des grains de sable dans les rouages trop bien huilés de la finance internationale », selon l'expression de James Tobin, prix Nobel d'Économie en 1981. Peu après l'éclatement du système de Bretton Woods, il conseillait en effet d'instaurer un prélèvement de faible montant (entre 0,05 et 1 %) sur les transactions de change. Il s'agissait de décourager les allers et retours multiples des capitaux à très court terme, sans affecter les transactions de change

liées au commerce ou aux investissements à long terme. La taxe Tobin n'a été mise en œuvre dans aucun pays.

### Les critiques adressées à l'idée de Tobin

En premier lieu, la taxe serait irréalisable, sauf à être adoptée par la plupart des pays, voire tous les pays, sous peine de voir les transactions se nouer dans les pays qui la refuseraient. Ensuite, la taxe ne pourrait pas éteindre les crises. Quand un investisseur a investi dans une devise et que, soudain, il en anticipe une dépréciation de 20 %, une taxe de 0,5 % ne suffira pas à le coller à cette monnaie. Enfin, la taxe ne préviendrait pas forcément les crises. Avant la crise asiatique, les prêteurs considéraient que le won coréen resterait stable et constataient que la Corée offrait des rendements supérieurs de 6 points à ceux des États-Unis. Une taxe de quelques dixièmes de pourcentage n'aurait pas eu grand effet.

Une autre expérience de réglementation, par un pays, de la circulation des flux internationaux de capitaux est parfois mise en avant. Il s'agit de la politique qu'a menée le Chili de 1991 à 1998. Il a imposé aux investisseurs de mettre en réserves obligatoires (cela équivaut à une sorte de taxe) une partie des entrées de capitaux autres que les investissements directs. Ce système (appelé *Enaje*) freinait les entrées de capitaux à court terme.

### Freiner aussi la Bourse ?

Pour certains économistes, observe Galbraith, « le marché est un reflet neutre et exact de facteurs externes ; il n'est pas censé refléter par nature une dynamique d'erreur interne. C'est la foi classique. D'où le besoin de trouver au krach une cause, si fantaisiste dût-elle être, qui soit extérieure au marché lui-même. Ou alors un mauvais traitement infligé au marché, qui a inhibé son fonctionnement normal ». Mais, pour d'autres experts (voir la fin du chapitre 3), les marchés financiers secrètent par nature leur propre dynamique d'emballement et de crise.

Si cette hypothèse était la bonne, il faudrait, non pas mieux faire fonctionner le marché financier, mais l'entraver. Dans la *Théorie générale de*

*l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Keynes remarque que la spéculation cause moins de dégâts, à son époque, à la Bourse de Londres qu'à la Bourse de New York. Il impute cet état de fait non pas à une différence culturelle, mais à un encadrement plus strict des marchés au Royaume-Uni.

### La suggestion de Keynes de « gripper » les marchés financiers

« ... Il est généralement admis que, dans l'intérêt même du public, l'accès des casinos doit être difficile et coûteux. Peut-être ce principe vaut-il aussi en matière de Bourses. Le fait que le marché de Londres ait commis moins d'excès que Wall Street provient peut-être moins d'une différence entre les tempéraments nationaux que du caractère inaccessible et très dispendieux de Throgmorton Street pour un Anglais moyen comparée à Wall Street pour un Américain moyen (...) les courtages onéreux des *brokers*, les lourdes taxes d'État sur les transferts, qui accompagnent les transactions à la Bourse de Londres, diminuent suffisamment la liquidité du marché (...) pour en éliminer une grande partie des opérations qui caractérisent Wall Street. La création d'une lourde taxe d'État frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux États-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise. »

Keynes est cependant conscient des limites de son idée. Si le fonctionnement des marchés était affecté au point de remettre en question leur liquidité, l'épargnant qui apporte des fonds (à un État, ou à une entreprise) en achetant un titre saurait qu'il pourrait difficilement le revendre : il hésiterait donc à effectuer cet investissement (voir l'introduction).

### Keynes et le « dilemme de la liquidité »

« ... Si la liquidité du marché financier contrarie parfois l'investissement nouveau, en revanche elle le favorise le plus souvent. Le fait que chaque propriétaire de valeurs pris individuellement se flatte d'être engagé dans un placement « liquide » (ce qui ne saurait être vrai de tous les propriétaires pris collectivement) calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers les risques. Si on enlevait aux achats individuels de valeurs leur caractère liquide, de sérieuses difficultés pourraient en résulter pour l'investissement, tant que s'offriraient aux individus *d'autres moyens* de conserver leurs épargnes. C'est là que gît le dilemme. »

Bref, il faudrait « gripper » les marchés (par exemple en réintroduisant des impôts de Bourse) pour en diminuer la liquidité (notamment dans les temps d'euphorie), sachant que cette liquidité est nécessaire pour que l'investisseur final prenne un risque. Du fait de ce « dilemme de la liquidité », les solutions efficaces mettront du temps à émerger.

Conclusion

# La fin du capitalisme liquide ?



Des traits que semblent présenter les crises, il est difficile de dégager une seule impression synthétique, une caractéristique unique qui contiendrait la « vérité » de toutes les crises.

Dégageons successivement deux visions, une optimiste et une pessimiste.

## Une vision optimiste

Pour construire une vision optimiste, il est possible de s'appuyer sur la fréquence des crises pour relativiser l'impact négatif qu'a chacune d'entre elles. Après tout, le capitalisme va de bulles en krachs depuis la *Tulipomania* au xvii<sup>e</sup> siècle (peut-être même avant, du fait d'épisodes spéculatifs au temps de la splendeur de Venise et de Florence). Pourtant, il tient encore debout.

D'ailleurs, à chaque crise, il serait tentant de s'amuser à entendre tout le monde affirmer que plus rien ne peut, ou ne pourra, être pensé comme avant. C'est un peu ce qu'on avait dit lors des crises asiatique et russe. Puis, quelque temps après, les banques centrales ayant bien travaillé, voire ouvert un peu trop grand le robinet du crédit, la tourmente fut oubliée. Certaines crises disparaissent même des mémoires. Il est frappant de constater que, dans ce qui s'écrit sur la crise des *subprimes*, le rôle joué par la bulle Internet, puis par le krach lent de la « Nouvelle économie », est souvent minoré, si ce n'est oublié.

À la limite, pourquoi ne pas voir dans la séquence « bulle-crise » une sorte de processus cyclique de « destruction créatrice », un peu à

l'image de celles que décrivait l'économiste Joseph Schumpeter ? Dans les phases d'emballlement, les marchés, de par leur réactivité, leur enthousiasme et leur inventivité, trouveraient le moyen de financer des innovations (les chemins de fer, Internet...). Ces innovations n'auraient pas été financées par des acteurs plus réticents au risque. Dans un deuxième temps, les phases de krach feraient le ménage, pour ne laisser subsister que les entreprises ayant les reins solides.

Les crises, en éliminant les canards boiteux, réaliseraient une sorte de « darwinisme » économique accéléré. D'ailleurs, le redressement, selon Schumpeter, « ne se réalise que s'il [vient] de lui seul. Car chaque reprise provoquée avant tout par un stimulus artificiel laisse une partie de l'œuvre de la dépression non faite ».

## Une vision pessimiste

Dans une vision plus pessimiste, il est nécessaire cependant de souligner que les crises semblent gagner en fréquence et en intensité depuis quelques décennies. En outre, elles deviennent très coûteuses pour les deniers publics (voir la fin du chapitre 5). Dès lors que les finances publiques sont mobilisées sur une telle échelle (parfois pour éviter une paralysie totale du système bancaire), comme si elles constituaient une assurance automatique, et gratuite – en tout cas pour ceux qui font courir les risques à l'ensemble du système – il devient difficile de dire que les crises ne constituent que des « purges », certes désagréables au goût, mais bonnes par leurs vertus.

Début 2009, pour compenser la contradiction des bilans privés et pour limiter l'entrée en récession, les gouvernements sont contraints d'augmenter les déficits et les dettes des administrations publiques. À tel point que certains États, y compris dans la zone euro, sont regardés avec méfiance par les marchés. À présent, même la dette publique des pays développés, la plus sûre, paraît risquée. Beau résultat de l'innovation financière !

## Une perspective historique

L'augmentation récente de la fréquence et de la gravité des crises, depuis la fin de Bretton Woods et depuis la déréglementation, traduit certainement le fait que notre capitalisme « occidental », ou « anglo-saxon », devient de plus en plus « liquide ».

Cette obsession de la « liquéfaction » se lit, par exemple, dans le comportement des banques qui ne veulent plus garder, dans leur bilan, les crédits qu'elles accordent. Autre exemple : les investisseurs institutionnels (comme les fonds de pension) veulent pouvoir recomposer à volonté leurs portefeuilles de placements ; ils préfèrent donc les entreprises centrées sur un seul métier. Pour satisfaire cet objectif de liquidité, les firmes qui étaient diversifiées sont poussées par leur actionnariat à abandonner des pans entiers de leurs activités... ce qui les rend plus vulnérables en cas de retournement du secteur dans lequel elles se sont spécialisées. En outre, ce capitalisme n'est pas patient : il se préoccupe de rentabilité à court terme, qu'il souhaite la plus élevée possible, quitte à pousser, pour faire du levier, les entreprises à un endettement excessif.

En Occident, le capitalisme liquide semblait avoir triomphé jusqu'au déclenchement de la crise. En effet, le capitalisme financier anglo-saxon s'est imposé dans toute l'Europe et a relégué l'expression « capitalisme rhénan » à l'état de souvenir. Il a même accru son influence au Japon.

Et pourtant, certains observateurs se demandaient si le capitalisme « liquide » ne se ferait pas détrôner par un capitalisme émergent, moins obsédé par la rentabilité financière à court terme, caractérisé par une plus grande présence de l'État et certainement préoccupé de logiques de puissance et de considérations stratégiques.

Comme le remarque Hubert Védrine dans l'ouvrage dirigé par Jean-Hervé Lorenzi, *La guerre des capitalismes aura lieu*, « Les émergents ont une vision historique. Ils n'ont pas notre vision abstraite de l'économie mondiale aujourd'hui. Pour ne citer que la Chine, il s'agit de corriger cent cinquante ans d'humiliation et chaque pays émergent a un programme de ce type. »

Les deux capitalismes étaient entrés dans une relation d'interdépendance. Les ménages américains étaient contraints de s'endetter massi-

vement pour consommer et se loger. Les ménages chinois leur prêtaient, grâce aux excédents commerciaux qu'ils accumulaient sous l'effet de la désindustrialisation occidentale. Faire dépendre la croissance mondiale d'un tel mécanisme de financement n'est pas tenable.

Or, les crises font voler en éclats les mécanismes qui ne sont pas tenables mais dont on s'arrange (la tulipomania, la bulle immobilière du Japon, l'envolée des *Dotcom*...). Pour éviter une nouvelle mauvaise surprise, il faudra sans doute se pencher sur la relation entre le capitalisme émergent et le capitalisme occidental. Ce qui suppose que notre capitalisme devienne moins « liquide ».

Paris, janvier 2009

## Bibliographie

- Aglietta M., *Le Capitalisme de demain*, notes de la fondation Saint-Simon, 1998.
- *La Crise*, Michalon, 2008.
  - « Comment réguler les crises financières internationales », *Sciences humaines*, septembre-octobre 1998.
- Artus P., Betbèze J. P., Boissieu (de), C. et Capelle-Blancard G., *La crise des subprimes*, rapport du Conseil d'analyse économique (CAE), n° 78, La documentation française, 2008.
- Artus P. et Virard M.-P., *On comprend mieux le monde à travers l'économie*, Pearson Éducation France, 2008.
- Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. et alii, *Architecture financière internationale*, rapport du CAE, n° 18, La Documentation française, 1999.
- Boissieu (de) C., *Les Systèmes financiers*, Economica, 2006.
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D., *Les Crises financières*, rapport du CAE n° 50, La Documentation française, 2004.
- Bonneau T., *Droit bancaire*, Montchrétien, 2007.
- Davanne O., *Instabilité du système financier international*, rapport du CAE, n° 14, La Documentation française, 1998.
- Faure E., *La Banqueroute de Law*, coll. « Les Trente jours qui ont fait la France », Gallimard, 1977.
- Galbraith J. K., *Brève histoire de l'euphorie financière*, Le Seuil, 1992.

– *La Crise économique de 1929 : anatomie d'une catastrophe financière*, Payot, 2008.

Jacquet P., Pisani-Ferry J. et Tubiana L., *Gouvernance mondiale*, rapport du CAE, n° 37, La Documentation française, 2001.

Keynes J. M., *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 1988.

Kindleberger C. P., *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor, 2005.

Krugman P., *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Le Seuil, 2000.

Lorenzi J.-H. (sous la dir.), *La guerre des capitalismes aura lieu*, Perrin, 2008.

Marcel B. et Taïeb J., *Les Grandes Crises, 1873, 1929, 1973*, Armand Colin, 2008.

Mishkin F. S., *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Éducation, 2007.

Orléan A., *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999.

Passet O. *Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme ?* note de veille du Centre d'analyse stratégique, octobre 2008.

Pastré O. et Sylvestre J.-M., *Le Roman vrai de la crise financière*, Perrin, 2008.

Regards croisés sur l'économie (RCE), *Comprendre la finance contemporaine*, La Découverte, 2008.

Ricol R., *Rapport sur la crise financière* (mission confiée par le président de la République), 2008. Le rapport peut être téléchargé, notamment, sur le site de la Documentation française

Soros G. (2008), *La Vérité sur la crise financière*, Denoël, coll. « impacts », 2008.

Stiglitz J. E., *Un autre monde : contre le fanatisme du marché*, Le livre de poche, 2008.

## Index

### A

Actifs pourris (ou créances pourries)  
95, 120  
Action 25, 78, 79  
Aléa moral 77, 114  
Appel de marge 89

### B

*Benchmark* 33, 91  
Bretton Woods 39, 57, 58, 92, 139  
Bulle 17, 28, 41, 48, 49, 67, 71, 75, 78,  
83, 101, 102, 109, 130, 145

### C

CAE (Conseil d'analyse  
économique) 26, 57, 65, 66, 68, 72,  
73, 76, 83, 88, 91, 94, 98, 110, 122,  
129, 131, 132, 133  
*Cash out* (extraction hypothécaire)  
49, 52, 69, 102  
Conduit 50  
Contracyclique 128  
Convention 81, 82, 83  
Création monétaire 19, 46, 67, 69, 95

*Credit crunch* 45, 97  
Crise systémique 117

### D

Déréglementation 21, 72

### E

Effet de richesse 102  
Émission 32, 74

### F

*Fair value* 96, 97, 133  
Fed (ou Réserve fédérale) 19, 33, 40,  
46, 47, 53, 55, 69, 70, 71, 109, 110,  
111, 113, 114, 115  
Fonds monétaire international  
(FMI) 39  
Fonds souverains 14  
Fuite vers la qualité (« flight to  
quality ») 45, 90, 91

### H

*Hedge funds* 65

**I**

Illiquidité 44, 98, 99, 110, 111, 112, 114

Indépendance 101

Indice boursier 34

Insolvabilité 44, 98, 99, 103, 110, 114

**K***keiretsu* 41, 42**L**

Leverier 68, 69, 74, 133, 146

Liquidité 18, 40, 44, 45, 46, 54, 55, 57, 67, 68, 71, 79, 83, 89, 95, 98, 99, 106, 110, 114, 115, 119, 131, 141, 142, 146

**M**

Marché primaire 27

Marché secondaire 27

Monnaie 17, 19, 20, 26, 29, 30, 32, 43, 46, 47, 54, 58, 67, 68, 69, 80, 92, 93, 94, 100, 101, 104, 110, 115, 138, 139, 140

**N**

Normes comptables 57, 96, 97, 132

**O**

Obligation 25, 33, 45, 65, 70, 90, 91, 103, 106, 118, 129

**P**

Panique bancaire 17, 35, 36, 53, 99, 100, 102, 116, 121

PDR (ou prêteur en dernier ressort)  
113, 114, 115

PIB (ou produit intérieur brut) 14, 43, 44, 45, 68, 92, 118, 121, 122, 123

Processus Lamfalussy 137

Prudentielle 50, 75, 116, 127, 128, 129, 130, 137

**R**

Ratio Cooke 128

**S**

Spread (ou écart de taux) 45, 91, 99

Structuration des crédits 41, 51

*Subprime* 13, 14, 15, 16, 18, 19, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 61, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 75, 76, 87, 93, 94, 95, 97, 98, 99, 102, 103, 105, 110, 112, 113, 115, 116, 119, 120, 121, 122, 128, 130, 132, 134, 136, 145, 147**T**

Taux directeur 33, 93, 98, 111

Titrisation 51, 54, 56, 66, 75, 83, 95, 96, 110, 128, 130

**V**

Valeur fondamentale 78, 79, 80, 83

Vente à découvert 89, 93

## Table des matières

Sommaire .....	7
Préface .....	9
<b>Introduction. Des événements majeurs... apparemment oubliés ....</b>	<b>11</b>
Des événement majeurs dans le monde réel et dans le monde des idées .....	13
Dans le monde réel .....	13
Dans le monde des idées .....	15
Des caractéristiques communes... auxquelles on ne prend pas garde	17
Une phase d'allégresse, d'euphorie, ou de « bulle » .....	18
Une période de crédit facile .....	19
Démarche générale et plan de l'ouvrage .....	21
<b>Chapitre 1 : Quelques grandes crises « historiques » .....</b>	<b>23</b>
La fin brutale de la « tulipomania » en 1637 .....	27
L'éclatement de la bulle de la Compagnie des mers du Sud en 1720 ....	28
L'écroulement du système de John Law en mars 1720 .....	29
Premier pilier : une banque .....	30
Deuxième pilier : la Compagnie .....	31
Troisième pilier : l'État .....	31
L'interaction des trois piliers .....	32
Le « jeudi noir » et la crise de 1929 .....	33
<b>Chapitre 2 : Les crises contemporaines .....</b>	<b>37</b>
Le krach d'octobre 1987 .....	40

La crise japonaise du tournant des années 1980 et 1990 .....	41
La crise asiatique de 1997 et 1998 .....	42
La crise russe de 1998 .....	44
Des facteurs permissifs qui auraient dû sauter aux yeux .....	45
Un impact démesuré par rapport à la place de la Russie .....	45
Le krach lent de la « nouvelle » économie .....	47
La crise des « subprimes » de 2007 et 2008 .....	48
Une fusée à plusieurs étages .....	48
Le déclenchement de la crise et son aggravation .....	52
Les interventions des autorités publiques .....	55
Quelques leçons à tirer... ..	57
<b>Chapitre 3 : Tentatives d'explications des crises financières .....</b>	<b>59</b>
Des failles dans les informations et les compétences .....	62
Une information incomplète .....	62
Des compétences dépassées par la complexité ? .....	65
Des comportements inadaptés .....	66
Le comportement des autorités publiques .....	67
Les comportements du monde financier .....	71
Une rationalité inadaptée .....	75
Des incitations contre-productives .....	75
Une rationalité sans fondements .....	77
<b>Chapitre 4 : Pourquoi et comment les crises financières se propagent-elles ? .....</b>	<b>85</b>
Les enchaînements propres aux marchés financiers .....	88
Les enchaînements au sein d'un même marché .....	88
Les mécanismes de propagation entre marchés .....	90
Le rôle majeur des banques dans la propagation de la crise .....	94
La dégradation des bilans bancaires .....	95
L'effet « procyclique » des normes comptables .....	96
Le rationnement de l'offre de crédit .....	98
De l'« illiquidité » à l'insolvabilité .....	98
Le stade ultime des crises financières : la panique bancaire .....	100
La contamination de l'économie réelle .....	102
L'effet sur les actifs des ménages .....	102
L'effet sur les emprunteurs, ou les emprunteurs potentiels .....	103
La contagion internationale par le biais du commerce extérieur .....	104

Impact conjoncturel ou impact structurel ? .....	105
<b>Chapitre 5 : Les moyens pour limiter l'effet des crises financières ..</b>	<b>107</b>
La mobilisation de la politique monétaire .....	110
Un refinancement massif par la banque centrale .....	110
L'importance du prêteur en dernier ressort (PDR) .....	113
L'utilisation des finances publiques .....	116
Pourquoi l'État agit en « financeur en dernier ressort » des banques .....	116
Comment l'État peut soutenir le secteur bancaire .....	119
Le soutien de l'activité réelle .....	122
Une facture très lourde .....	123
<b>Chapitre 6 : Quels moyens pour prévenir les crises financières ? ...</b>	<b>125</b>
Renforcer la surveillance des acteurs de la finance .....	127
Mieux veiller à la solvabilité des banques .....	127
Étendre la supervision aux fonds d'investissement ? .....	129
Agir sur les incitations .....	130
Les agences de notation : régler, nationaliser ou attiser la concurrence ? .....	130
Les professionnels : comment leur faire tenir compte du long terme ? .....	132
Les normes comptables : comment contenir la « fair value » ? ...	133
Améliorer la gouvernance financière internationale .....	134
Redéfinir la gouvernance au niveau mondial .....	134
Renforcer sensiblement la supervision au niveau européen .....	136
Ralentir les marchés financiers ? .....	138
limiter la volatilité des mouvements internationaux de capitaux ?	138
Freiner aussi la Bourse ? .....	140
<b>Conclusion. La fin du capitalisme liquide ? .....</b>	<b>143</b>
Une vision optimiste .....	145
Une vision pessimiste .....	146
Une perspective historique .....	147
Bibliographie .....	149
Index .....	151



Synthétique, ce guide propose une initiation complète au phénomène de la crise financière. Pédagogique, il décrypte les grandes crises historiques sans oublier la crise des *subprimes*, leurs mécanismes, leurs explications et leurs solutions. Brillant, il apporte un éclairage de haut niveau sur un sujet d'actualité.

*Olivier Lacoste, diplômé de HEC et de l'IEP Paris, est titulaire d'un DEA d'économie, d'une Maîtrise de sociologie et d'un Master 1 de droit des affaires. Il a été économiste (Crédit Lyonnais, Rexecode) puis journaliste (L'Expansion, Investir). À sa sortie de l'ENA, il a traité de questions économiques et européennes, puis il a été conseiller au cabinet du secrétaire d'État en charge de la prospective et de l'évaluation des politiques publiques. Il est actuellement directeur des études de Confrontations Europe. Il enseigne les questions européennes en Prépa ENA et l'économie à l'association Philotechnique.*

La préface  
d'un expert

L'intervention d'un  
économiste

Des repères clairs

Des définitions  
précises