

## TABLE RONDE : LA SPÉCULATION FINANCIÈRE

*A l'occasion de la publication en français du livre de Charles Kindleberger "L'histoire mondiale de la spéculation financière", l'Association d'économie financière a organisé le 25 février 1994 à la Maison de l'Assurance à Paris, un débat sur le thème de la spéculation financière.*

*Etaient présents à la tribune : MM. Denis Kessler, Président de la FFSA, Gérard de la Martinière, Directeur général d'AXA, Gérard Pfauwadel, Président de Matif SA et Jean Saint-Geours, Président de la COB. Le débat était présidé et animé par Hélène Ploix, Présidente de l'AEF.*

*Hélène Ploix*

La spéculation financière est-elle répréhensible ? Faut-il la limiter ? A l'évidence, la spéculation n'est pas répréhensible puisqu'elle repose sur une prise de risques librement consentie. Il y a quelques semaines, j'évoquais cette question avec George Soros. Quand je lui ai dit que nous allions parler ici de spéculation, il a vivement répliqué : «C'est très bien la spéculation. Les Français lui donnent une connotation négative, mais la spéculation est un mode normal de fonctionnement ».

273

Et il est vrai que lorsque l'on se réfère à ce qui a été pendant très longtemps la principale spéculation, celle sur les matières premières, c'était un moyen pour les producteurs de se couvrir, elle avait donc une fonction économique. Pourquoi estime-t-on que la spéculation peut poser des problèmes et, particulièrement aujourd'hui, qu'elle peut être limitée ?

Je verrais deux séries de causes à cela : la première c'est que la spéculation peut être contraire aux valeurs de notre culture telles qu'elles nous ont été transmises par les philosophes grecs. En matière de spéculation, l'argent est un but en soi. Et pour les Grecs, la relation argent/besoin était très forte. De même qu'il y avait deux éléments très importants, pour lesquels d'ailleurs ils ne donnaient aucune connotation morale : la mesure et la nature. Avec la spéculation, il n'y a plus de mesure. Aristote a dit : «La limite de l'inclination doit être déterminée par tête de besoin». Or la spéculation n'a pas de limite à l'inclination et n'a pas de relation avec les besoins.

La deuxième série de raisons est relative à notre enracinement dans la

---

\* *Histoire mondiale de la spéculation financière ("Manias, panics and crashes"), de Charles Kindleberger, éditions P.A.U.*

morale chrétienne qui entretient une relation coupable à l'argent, d'excellents auteurs l'ont écrit. Ce qui aggrave le cas de la spéculation est la disproportion qu'elle fait apparaître entre le travail fourni et le gain. Et puis, Kindleberger l'aborde dans son livre, la spéculation peut entraîner la fraude et la richesse conduire à des déviations.

Ceci n'est pas récent et Kindleberger dans cet entretien rappelle que ceux qui ont gagné pendant la spéculation au temps de John Law ont fait l'objet de dénis de justice et ont dû rendre les biens qu'ils avaient acquis indûment.

Les deux grandes spéculations sur le marché des changes des étés 1992 et 1993 ont redonné vie à un penchant tendant à vouloir limiter la spéculation, la réglementer. Le mot a même été prononcé : la spéculation n'est pas éthique. Il faudrait donc recréer une éthique financière.

Cette crainte de la spéculation, Kindleberger nous en fournit deux raisons complémentaires : la première, c'est la globalisation des marchés. A propos de ces crises, il avait été très frappé de voir comment elles s'étaient répercutées d'un marché à l'autre. Aujourd'hui, je dirais que c'est encore bien pire parce que nous subissons un phénomène d'instantanéité. Les marchés sont globaux, les effets de levier encore plus puissants grâce à une panoplie de techniques nouvelles. Si bien que le temps et l'espace sont complètement écrasés.

274

Avant ces phénomènes, on ne pouvait pas, le même jour, spéculer sur le franc français depuis Manille. Aujourd'hui, on peut le faire, même le dimanche. Il n'y a plus de limites fixées par le temps et l'espace et les mouvements peuvent avoir une ampleur considérable.

Et puis, l'autre raison me semble-t-il, c'est qu'une spéculation sur les changes met le spéculateur face à des gouvernements, à des politiques économiques et à des particuliers dont les comportements peuvent mettre en cause des évolutions, des orientations et sont susceptibles, finalement, de créer un risque systémique.

Toutes ces questions peuvent prêter à débat. Et notamment celle-ci : qui est habilité à fixer les limites et comment les définir ?

Je conclurai par une réflexion d'ordre étymologique : "spéculation" vient de "speculum" qui veut dire miroir. Et aux temps anciens, l'allégorie de la prudence, de la prévoyance, était une jeune femme munie d'un miroir représentant le futur; cette jeune femme y voyait donc sa propre déchéance physique à venir.

Je voudrais poser une question à Gérard Pfauwadel : est-ce que les nouveaux produits que l'on appelle les produits dérivés, dont la fonction est de limiter le risque du spéculateur, ces produits peuvent-ils constituer une limite à la spéculation elle-même ?

*Gérard Pfauwadel*

Les produits dérivés, cela peut paraître paradoxal, sont effectivement présentés comme le moyen de limiter les spéculations. C'est vrai que l'on peut réfléchir au rôle des instruments dérivés qui sont des phénomènes récents. Ils ont d'ailleurs connu un développement considérable au cours des vingt dernières années. Donc poser la question du rôle des marchés et des instruments dérivés dans ces phénomènes de spéculation, est une question lancinante qui en appelle d'autres : ont-ils contribué à aggraver, ou à inverser, les tendances ? Est-ce que cela est source véritable de préoccupations ?

Il est incontestable que les marchés dérivés jouent un rôle dans la spéculation. Il n'y a marché que parce que, face à des acteurs qui veulent se couvrir ou se protéger contre des incertitudes et des variations de plus en plus importantes des prix et des marchés, des gens prennent des positions contraires ; c'est-à-dire qu'ils veulent spéculer. Les marchés dérivés, qu'il soient réglementés ou qu'ils relèvent du domaine du gré à gré, mettent face à face des «hedgers», des gens qui cherchent à se couvrir des spéculateurs et entre les deux, il y a une famille d'intermédiaires, les arbitrageurs, qui introduisent de légères différences pour mettre un peu d'huile dans le rouage du marché. En tout état de cause, les marchés dérivés sont des lieux où les spéculateurs peuvent s'exprimer.

Deuxième tentative d'analyse : est-ce que les marchés dérivés ont aggravé ou au contraire freiné les rythmes des spéculations, et provoqué les krachs. Sur ce thème, beaucoup de gens se sont exprimés, des études intéressantes ont été menées notamment à la suite du krach de 1987. Je dois dire que je n'ai pas lu de conclusions définitives. Sur cette question, il est probable que les marchés dérivés sont un facteur d'accélération de fabrication et de dégonflement des bulles financières.

Comme le disait l'auteur de l'ouvrage que l'on célèbre aujourd'hui, j'ai quand même cette intuition que l'existence des marchés globaux automatisés est un facteur d'accélération des mouvements. J'ai parfois le sentiment que c'est une bonne chose, puisqu'ils constituent probablement un moyen de révéler plus rapidement le futur et donc de s'ajuster plus vite.

Par exemple, je me souviens avoir lu à propos de la crise de 1929, que si les marchés dérivés avaient existé à l'époque à la Bourse de New York, les événements ne se seraient pas passés de la même manière. C'est-à-dire que la chute n'a pas eu lieu seulement le jeudi noir, elle s'est poursuivie pendant presque deux ans après ce fameux jeudi noir. Cette baisse se serait opérée de manière beaucoup plus brutale mais aurait aussi permis un rebond plus rapide. Les marchés dérivés sont un facteur d'accélération de la volatilité à court terme et un facteur de lissage dès que l'on dépasse cette notion de court terme.

En ce qui concerne les marchés réglementés, j'ai le sentiment que leur préoccupation est moins grande parce qu'ils sont sous contrôle.

On a mis en place un certain nombre de dispositifs extrêmement rigoureux qui me donnent la certitude que le risque, notamment le risque systémique est bien maîtrisé. L'effet domino, de faillite en chaîne, par exemple, est impossible sur les marchés organisés puisque la chambre de compensation s'interpose entre tous les acteurs.

L'une des conclusions des rapports rédigés à la suite du krach de 1987 a abouti à l'instauration des systèmes de coupe-circuit destinés à limiter, voire à stopper, cet effet de propagation entre marchés, en arrêtant momentanément le jeu. A l'occasion de cet arrêt de jeu on appelle des dépôts supplémentaires qui sont de nature à atténuer l'effet de levier, à dire aux acteurs : «Vous voulez continuer dans ce sens votre spéculation, vous avez le droit de le faire mais cela va vous coûter plus cher». Et les quelques mini-krachs observés depuis 1987 ont été assez rapidement calmés, du fait de l'existence de ces coupe-circuits.

Le vrai problème vient, semble-t-il, de l'extraordinaire développement des marchés de gré à gré. Les marchés OTC, les marchés dérivés de gré à gré, les swaps, les contrats sur devises... personne ne proclame, y compris parmi les régulateurs, que ce développement est suffisamment menaçant pour alerter les autorités publiques et les inciter à en arrêter l'évolution. Au contraire, on convient généralement que ces marchés ont un rôle utile dans une meilleure allocation des ressources, dans une optimisation de la gestion des ressources. Cela n'empêche pas de prendre conscience des risques systémiques réels qu'ils comportent et de tenter de mieux les maîtriser.

*Hélène Ploix*

Merci, je vais demander à Gérard de la Martinière de nous dire comment il réagit sur ce point.

*Gérard de la Martinière*

J'ai l'impression en regardant le sommaire de l'ouvrage et en écoutant l'entretien, que Charles Kindleberger n'aborde pas la spéculation sous un angle moral, philosophique ou avec un souci d'exaltation, de condamnation, mais davantage sous l'angle de la crise financière. Cela revient à poser la question : en quoi la spéculation est-elle facteur de régulation ou de réduction des crises financières à travers une série d'accidents qui vient ponctuer les périodes de plus ou moins bon fonctionnement des systèmes financiers ?

Sans doute faut-il auparavant se demander quelles sont les sources de la spéculation ? Pour ma part j'en vois trois, même s'il y en a probablement beaucoup d'autres. La première c'est l'existence même des marchés. Sans

marché, pas de spéculation. Cette observation d'évidence mérite quand même d'être travaillée un peu plus, notamment à une époque de marchandisation à outrance. Sans reprendre les thèses bien connues d'un lauréat du prix Nobel d'économie qui explique que tout irait beaucoup mieux si l'on se contentait de coter une fois par an, le 31 décembre à 15 heures 30 par exemple, pour fixer les prix dans les bilans des entreprises, on peut malgré tout se demander si la tendance à la marchandisation n'est pas un facteur qui favorise le développement de la spéculation et entraîne une vulnérabilité accrue des systèmes financiers à l'accumulation de crises à répétitions.

De ce point de vue, je me permettrais une observation : je suis absolument perplexe, pour ne pas dire davantage, sur certains projets qui sont déjà fort avancés à la Commission des Communautés Economiques Européennes pour introduire le concept de concurrence entre les marchés financiers à l'échelle de l'Europe. Cela me paraît le comble de l'absurdité lorsque l'on sait que le minimum de précautions, pour le bon fonctionnement des systèmes financiers, est de pouvoir maîtriser approximativement, à travers les systèmes de régulations existants, le fonctionnement des marchés financiers comme vient de l'indiquer Gérard Pfauwadel. Je ne vois pas en quoi le développement de la concurrence sauvage entre organisations de marchés financiers à l'intérieur de l'espace européen ne va pas conduire à une accélération du phénomène de spéculation.

277

La deuxième source de la spéculation, c'est le désordre. La spéculation est à la fois une réponse et une exploitation du désordre.

Dans le domaine plus spécifique des marchés financiers, le désordre n'est pas une fatalité. Il est le résultat des activités humaines, et notamment des politiques économiques. Pour enrichir la réflexion et éventuellement lutter contre la spéculation, je pense que le premier acte est de poser la question du rôle des politiques économiques dans la prévention de l'installation et du développement du désordre qui constitue le terreau de la spéculation.

La troisième source du succès de la spéculation, c'est le panurgisme : tout le monde, à un moment donné, va se diriger dans le même sens. Cela devient particulièrement dangereux lorsque ce mouvement de foule est provoqué par de grands manipulateurs qui tentent évidemment de tirer profit de ces circonstances. Et là, je dirais que la réponse est relativement simple, elle est dans le niveau d'éducation, d'information, de mise en garde qui sont destinées à permettre à l'ensemble des agents économiques et des opérateurs de marchés financiers, d'éviter de tomber dans le piège des comportements moutonniers.

Dernière série d'observations. Il existe toute une série de limites à caractères réglementaires qui sont de nature à essayer d'encadrer, de

canaliser et d'éviter les débordements de la spéculation sur les marchés.

En outre, il y a une réflexion éthique à développer à partir de ces observations. Elle ne passe pas par l'édiction de règles ou l'énoncé de l'activité des organes de surveillance mais par l'intériorisation au niveau des agents économiques de ce que sont les limites du raisonnable et du permis, du moralement admissible ou de l'inadmissible.

De ce point de vue-là, il faut sans doute rappeler que dans notre législation, l'un des grands obstacles légaux qui existaient au développement des marchés dérivés et que nous avons fait supprimer en 1985 pour permettre la création du MATIF, c'était la fameuse exception d'un article du Code Civil qui datait du siècle des lumières et de la constatation des méfaits du développement d'habitude du jeu dans les cercles aisés de la Société française à la fin du XVIIIème siècle.

On peut se demander dans quelle mesure l'exception du jeu ne pourrait pas être remise en vigueur pour essayer de canaliser les conditions d'utilisation des produits à effet de levier importants, notamment pour certaines catégories" d'agents économiques.

Pour un père de famille, la question est celle-ci : est-ce que je peux mettre en jeu le patrimoine familial qui constitue la sécurité de ma famille et la protection éventuelle de mes enfants ? A propos d'une entreprise industrielle et commerciale, est-ce que je peux mettre en jeu, par des opérations financières, ce qui est l'objet social de mon entreprise avec ce qu'il comporte d'obligations vis-à-vis des salariés, des actionnaires, etc... Pour une compagnie d'assurance ou un investisseur institutionnel, la question est très précisément : qu'est-ce que je peux mettre en jeu dans la politique d'investissement que je vais mettre en œuvre ? Dans une politique d'investissements, je fais toujours un pari sur l'avenir. Si je fais une allocation d'actifs ou quand j'effectue une sélection de titres à l'intérieur de mon allocation d'actifs, il y a un niveau de risque acceptable et raisonnable inhérent à l'investissement à long terme. J'ai la possibilité de gérer intelligemment ce risque en utilisant notamment des produits qui vont permettre de pouvoir plus rapidement modifier mon allocation d'actifs, par exemple. Il y a en revanche des techniques, qui, en me permettant par exemple d'utiliser de manière importante l'effet de levier qui existe dans certains produits peuvent me conduire à exposer l'ensemble de mes actifs à un degré supérieur au degré de risque normal. Et c'est là que la sonnette d'alarme doit se déclencher pour signaler : «Attention, j'ai à gérer des intérêts qui ne sont pas les miens et il faut que je reste dans une zone raisonnable d'exposition au risque de gestion, du risque de l'investissement long».

*Hélène Ploix*

Ce dernier développement montre la limite et la difficulté de bien déterminer la ligne de partage entre ce qui peut être défini réglementairement et ce qui doit être défini intérieurement. Il y a aussi la limite ultime qu'il faudrait mieux intérioriser par rapport à ces marchés, c'est la limite du bien et du mal. Les autorités réglementaires peuvent définir ce qui est bien ou mal, donc ce qui est permis ou pas permis, mais l'individu doit aussi reprendre davantage conscience de ce qu'il peut faire parce que cela n'a pas de portée négative pour autrui. Mais je ne veux pas entrer dans ce sujet et je vais laisser Denis Kessler qui lui connaît bien l'ouvrage de Kindleberger nous donner son point de vue.

*Denis Kessler*

De manière très rapide puisque ce sera l'objet de ma conclusion, je dirais que l'assurance est très peu concernée par la spéculation. La définition la plus simple de ce qui se passe dans une crise financière, c'est la déconnexion temporaire entre le réel et le financier. Et celle-ci se résorbe la plupart du temps par des variations brutales des volumes et des prix : que ce soient les taux d'intérêts, le prix des actifs, ou d'autres agrégats. Et donc la crise marque cette rupture provisoire généralement accompagnée d'une crise de liquidités. On sait, à ce moment-là, que la monnaie joue son rôle de force de rappel.

279

La question qui se pose alors, et là je vais m'éloigner de vous, Madame Ploix, est de savoir si ce phénomène constitue une anomalie, au sens de l'accident qu'il faut éviter, ou bien est-ce une condition totalement inhérente au fonctionnement des marchés ?

Je vais droit au but : je considère que dans une économie de marché, il y a nécessairement des phénomènes de crise, de boom, de crises financières plus ou moins marquées. Il faut se retirer de l'idée que des marchés puissent fonctionner sans ces phénomènes. Il n'existe pas d'économie de marché sans crises et sans krachs. La France est peu habituée à des marchés cycliques. Mais nous devons, puisque nous avons fait le choix de l'économie de marché, progressivement accepter que tel doit être le cas.

Or, pourquoi est-ce consubstantiel à l'économie de marché ? Parce que c'est le lieu de rencontre des chocs externes et des chocs internes.

Les chocs externes ont été mentionnés par Gérard de la Martinière : une mauvaise récolte, une invention; Kindleberger nous le montre bien : cela peut aller de la ruée vers l'or à la spéculation sur le coton ou sur les terrains. Il y a un choc externe qui bouleverse le fonctionnement normal du marché. Ce sont les chocs exogènes. Ceux-ci se produisent par exemple au début des années 70, les très mauvaises récoltes américaines qui ont déclenché un important cycle inflationniste.

Il y a aussi les chocs internes au marché qui sont liés à des formations d'anticipation très exceptionnelles. C'est ce que l'on appelle l'économie des «taches solaires». A un même moment, les agents économiques peuvent converger vers une même anticipation, déclenchant du coup un phénomène de spéculation et de crise. Et je ne vois pas comment nous pourrions échapper à cette éventualité.

Si tout le monde croit simultanément que l'immobilier à Paris n'est pas un placement rentable pendant quinze ans, ceci aura a priori des conséquences sur ce marché, même si ces anticipations sont globalement fausses par rapport aux données réelles. Mais peu importe, l'anticipation produira son effet. Les théories modernes nous permettent maintenant d'avoir des idées plus claires sur la formation de ces équilibres exceptionnels liés à la convergence d'anticipation.

Pour me résumer sur ce point, je dirais que si les comportements des agents privés sont encore relativement mal connus, il semble cependant difficile de pouvoir leur fournir un modèle de comportement à respecter en toutes occasions. Par exemple, dans la crise de liquidité qui affecte le système bancaire, pourquoi tout le monde se rue du jour au lendemain aux guichets bancaires pour obtenir une simple information qui sera très rapidement publique. Il y aura toujours à un moment ou à un autre, ces phénomènes de panurgisme dont parlait Gérard de la Martinière.

280

Je voudrais dire un mot sur le comportement des agents publics. Kindleberger montre que les crises sont liées à des erreurs majeures de comportement des agents publics, qu'il s'agisse de l'Etat ou de la Banque centrale qui n'interviennent pas forcément à bon escient, au bon moment, avant, pendant et après la crise.

Force est de constater que, très souvent, les crises sont liées à une explosion du crédit qui a été permise, d'une manière ou d'une autre, par la Banque centrale qui prend immédiatement des mesures sur les liquidités et puis enfin change ses modalités de crédit. Je veux dire que, si le comportement des agents publics était aussi rationnel et prévisible que l'on voudrait bien le croire, l'Histoire économique et financière ne serait pas jonchée de tous ces phénomènes justement décrits par Kindleberger. Et, conformément à ma thèse, il faut d'ailleurs se préparer au phénomène que j'ai pu décrire, parce que nous sommes entrés dans une économie de marché et que nous devons en supporter à la fois les avantages et les inconvénients.

Donc, de ce point de vue là, nous n'échapperons pas dans une économie de marché financier à la formation de tout ce que décrit Kindleberger. Nous avons devant nous encore trois siècles de phénomènes de fluctuations et de krachs.

Je dirais un mot sur les problèmes de redistribution des richesses qui



sont, à mon sens, très mal traités par Kindleberger. Si la crise aboutit à une redistribution de richesses, ce n'est pas un jeu à somme nulle mais à somme négative. Et, en réalité, c'est cela qui est gênant. Dans un jeu à somme nulle, après tout, il y a des perdants et des gagnants, et il est admis que tout le monde ne gagne pas dans une transaction.

Dans un jeu à somme négative, il s'agit d'une destruction de la richesse que la collectivité entière devra supporter. C'est pourquoi, dans la mesure du possible, il faut limiter l'apparition de cette crise.

Si on ne peut pas éviter les crises, l'histoire nous montre que l'on peut d'abord la modérer dans ses effets temporels, c'est-à-dire faire en sorte qu'elle dure le moins longtemps possible et que ses effets soient digérés par l'ensemble du système économique; deuxièmement, on peut éviter sa propagation de marchés en marchés, à l'échelle internationale.

L'exercice consiste donc à savoir comment on peut gérer ces crises inéluctables du système en essayant, et c'est bien le rôle des autorités de contrôle de M. Saint-Geours et de M. Pfauwadel, du Trésor et de la Banque de France, de faire en sorte de minimiser ses effets dans le temps et dans l'espace. Mais ce serait une erreur de vouloir empêcher l'apparition de ces crises.

Je terminerai, Madame Ploix, en me réjouissant que dans les 277 pages de la partie principale de l'ouvrage de Kindleberger, le mot «assurance» ne soit prononcé qu'une fois. Les assureurs ne sont jamais, la plupart du temps, à l'origine d'une spéculation. Ils en subissent de temps en temps les conséquences, mais il est tout à fait remarquable de voir dans les trois derniers siècles, comment les assureurs, dans n'importe quel pays, ne sont pas des agents spéculateurs. C'est vrai qu'au cœur de notre métier, qui est la diversification des risques, aussi bien des risques de passif par le choix d'une collectivité d'assurés présentant des risques variés, qu'au niveau de notre actif dans lequel on va éviter la concentration de risque, il est vrai que les assureurs sont des agents, qui, d'une manière ou d'une autre, subissent les crises, mais ne les provoquent pas. Soyez malgré tout les bienvenus, ici, à la Maison de l'assurance !

281

*Hélène Ploix*

Merci. Je passe avec plaisir la parole au Président Saint-Geours.

*Jean Saint-Geours*

Pour enchaîner dans la logique de Denis Kessler, Monsieur Kindleberger attend la 275<sup>ème</sup> page pour parler de l'assurance. Faut-il dédommager incendies et autres accidents, ce qui ne fait qu'encourager les assurés à se montrer moins prudents, augmentant ainsi la fréquence des nouveaux incendies et accidents ? C'est la notion de risque moral.

On découvre des acteurs qui, pris individuellement, agissent de façon

rationnelle, mais qui une fois associés à d'autres individus, adoptent des comportements irrationnels. Comme ces spectateurs qui se précipitent sans discernement vers la sortie quand le théâtre prend feu. C'est tout le livre.

Je voudrais vous présenter quelques observations à propos de phénomènes qui apparaissent en période de spéculation. Quand on lit le livre, on se rend compte qu'ils existaient déjà au XVIII<sup>ème</sup> siècle comme le suggère le comportement des opinions publiques anglaise et française face aux Compagnies des Indes. On a eu raison d'insister sur le rôle des anticipations. Il peut y avoir des anticipations macro-économiques ou micro-économiques. Il est tout à fait fondamental d'analyser le comportement des individus optimistes, pessimistes, mieux informés, moins informés, etc... en termes d'anticipation, car la théorie économique moderne leur accorde une grande place.

Dans la spéculation encore, il faut désigner le rôle des arbitrages. Je crois que ceux-ci découlent en partie des anticipations, mais les spéculateurs qui ne sont pas nécessairement des maniaques, souvent des professionnels tout simplement, sont des gens qui aplanissent les différences en se transportant d'une valeur sur une autre, instantanément, à contre-courant de ce que l'on peut observer et qui par conséquent opèrent une correction. Ce qui peut avoir, dans certains cas, par un effet de masse, des conséquences néfastes, mais ce qui dans un marché relativement atomisé a certainement des conséquences favorables. Quand je dis «par un effet de masse», il faut ici prendre en compte le rôle extraordinairement important du crédit, sur lequel je reviendrai plus loin.

282

Le principal défaut du livre reste que tout en suivant une méthode historique et en se gardant de trop conceptualiser, c'est le même observateur qui regarde avec les mêmes instruments une période qui s'étend à peu près de l'année 1700 jusqu'au krach de 1987.

Or, notamment au regard d'une notion très importante qui est l'intervention du prêteur en dernier ressort sur laquelle je vais revenir, la situation n'est absolument pas la même en 1929, en 1829 et en 1729. Je prends ces dates à dessein, car ce sont curieusement trois dates à deux ans près, significatives du point de vue de ce qui est analysé ici. Il est très difficile de tirer des conséquences générales portant sur quasiment 200 ans, parce que les structures financières, les systèmes monétaires sont complètement différents, encore qu'il existe des facteurs communs à ces périodes.

Il y a la monnaie ; il est évident que le système monétaire, la liquidité, les endettements sont des facteurs absolument fondamentaux, combinés avec des anticipations du cycle, qui conduisent à des euphories, puis à des ruptures brutales, puis à des reconstitutions.

Ce qui est intéressant dans ce livre, ce sont les faits et les processus de transmission. L'importance de la liquidité est aussi un élément dominant. Le krach de 1987 a failli être majeur. Nous sommes vraiment passés très près d'une extraordinaire catastrophe. Pourquoi en sommes-nous sortis ? D'abord parce que l'économie réelle était plus certaine que la bulle financière, qu'elle avait ses propres moyens de progression. Analogie avec le rôle des chemins de fer à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, etc... En second lieu, parce qu'il y a eu un fantastique apport de liquidités ce qui pose un problème extrêmement important sur lequel Kindleberger s'étend presque dans le tiers du volume. Il s'agit d'un problème quasiment théologique, celui du prêteur de dernier ressort.

De même que l'on se pose des problèmes sur l'existence de Dieu, on se pose des problèmes dans ce livre, sur l'existence d'un prêteur en dernier ressort : y a-t-il un fournisseur ultime de liquidités au moment où cela est nécessaire ? Ce fournisseur ultime pouvant être d'ailleurs l'un des régulateurs dans une période plus normale. Cela nous ramène à la question du risque moral.

En tous cas, il faut que le prêteur en dernier ressort, s'il existe, ne se manifeste pas, ou qu'il dise haut et fort : "Vous travaillez à vos risques et périls, mais ne croyez pas à un bon Dieu qui, au moment du péché, vous retirera de l'Enfer et vous enverra au Paradis".

En réalité, le prêteur en dernier ressort, quel qu'il soit, se prépare quand même à intervenir le moment venu. Ayant affirmé qu'il ne serait pas le prêteur en dernier ressort, quand il voit que les choses vont très mal, il intervient, mais il a alors un pouvoir de décision infini. C'est-à-dire qu'il discute non pas avec les responsables, mais avec leurs successeurs. Les responsables sont obligés de partir car ils ont fauté. Je pense que dans une économie moderne, compte tenu des forces qui sont en présence, il y a nécessairement un prêteur en dernier ressort. Il ne faut pas qu'il se manifeste, sinon vraiment au tout dernier moment.

Je voudrais revenir sur 1987 et vous signaler un article que j'ai écrit dans la Revue *Futuribles International*, et qui s'intitule : «Réflexions sur la finance de la décennie 80», commentaires d'écrits récents, tous américains. Et, pour compléter vos références bibliographiques, je vous conseille non seulement de lire des livres de théories, mais des livres qui sont des reportages sur la période 80, et qui conduisent presque au krach 87, et à ce petit krach de 1989, qui liquide la période et qui change radicalement les ressorts de l'ensemble du système.

Je me souviens qu'étant Président du Crédit National en 1985-1986, j'étais allé visiter un gourou traditionnel de la côte Est des Etats-Unis. Il était extrêmement abattu et me dit : "Nous courons vers une catastrophe certaine. La spéculation bat son plein, elle est l'œuvre de gredins." Ces

gredins, il s'agissait de certains arbitrageurs, de gens qui ont inventé les Junk Bonds, ont fait ultérieurement l'objet de poursuites, et ont été déclarés criminels. Mais, et c'est là l'une des thèses essentielles de Kindleberger, l'opinion publique les soutenait. Toute opinion publique est favorable aux mouvements d'euphorie, elle l'alimente et ce faisant, bien entendu pendant un certain temps, elle provoque ce qu'elle désire. Evidemment elle se retourne ensuite contre l'immoralité des professionnels qui, à ce moment-là, sont punis.

Or, quand on analyse cette période, on s'aperçoit que l'euphorie s'appuie sur un fabuleux arsenal de délits boursiers. Les manipulations du marché, l'utilisation de paradis fiscaux, les circuits de blanchiment, les fausses déclarations, fraudes fiscales, délits d'initiés, tout cela étant rendu possible par la complicité passive de la plupart des établissements du marché financier.

Parmi ces raiders, ces criminels, il y a les cyniques et les pécheurs. Il y a les cyniques qui ne reconnaissent jamais leur faute. Je ne veux pas donner de nom. Et puis, il y a les pécheurs qui, éventuellement, coopèrent, qui savent qu'ils font mal, qui d'ailleurs consacrent une partie de leur gain à des œuvres charitables et qui finiront par ne pas contester publiquement leurs turpitudes. Mais il y a une chose commune : c'est qu'ils sont tous fous. Et Kindleberger, observant cette période le dit. Quand on regarde leur comportement au travail, familial et la manière dont ils gèrent leur fortune, on est assuré que ce sont des fous.

Que faire ? Je crois qu'il y aura toujours des manies, des paniques et des krachs. Je ne suis pas sûr que le système totalement alternatif qui consiste à avoir une économie centralisée, administrée soit meilleure. Je suis même sûr du contraire. Par conséquent, il faut vivre avec, mais je crois que le choix n'est pas entre le tout blanc ou le tout noir à cet égard. Il y a un très bon chapitre de Kindleberger qui s'appelle "laissez faire, laissez brûler". Parce qu'il y a des gens qui soutiennent la thèse, on l'a dit tout à l'heure, qu'il vaut mieux laisser les crises s'approfondir totalement et ne pas intervenir. Dieu reconnaît les siens. Je crois qu'il y a une voie entre ces deux extrêmes, qui est la régulation. Nous vivons dans un système « technique » totalement régulé. Pourquoi le système financier international serait-il inapte une bonne régulation ? C'est le moment d'approfondir la régulation, qui n'est pas la réglementation, mais qui repose d'abord sur la constatation que fait Kindleberger que les marchés ont très rarement raison.

Les gens qui soutiennent, je l'ai entendu, que le marché a toujours raison utilisent une commodité de discours. Il ressort pourtant de l'analyse de Kindleberger que les marchés sont un système de départage entre des désirs et des pulsions, mais si on les laisse aller sans contrôle, les faits

démontrent qu'ils ont rarement raison. Quels sont les différents ingrédients qu'il faut essayer de contrôler ? J'en vois deux, essentiellement.

Premièrement, l'environnement monétaire en y incluant le crédit car il constitue un formidable levier pour la mise en jeu des anticipations - pour ne pas parler de spéculation. Il s'agit de mieux maîtriser les notions de crédit, de liquidités, d'endettement. Si vous lisez le premier rapport du Comité Monétaire de la Banque de France, vous y verrez que le concept d'endettement national est progressivement mis en avant comme un critère de choix de la politique monétaire. Je crois beaucoup qu'une bonne analyse de l'endettement avec ses différents compartiments est l'un des thermostats de la régulation. Kindleberger insiste d'ailleurs sur les phénomènes de crédit en relation avec le prêteur en dernier ressort.

Le deuxième point de cette régulation, on l'a dit, c'est d'essayer de mettre en place peu à peu, à coups d'exemplarité, de coopération et de répression aussi, une éthique qui ne se dégage pas administrativement d'une réglementation, mais qui soit intériorisée dans les comportements ; c'est-à-dire que les assistants qui se trouvent dans la salle de théâtre au moment de l'incendie sachent que s'ils se précipitent tous à la fois au même endroit, ils risquent gros. Et ils font risquer gros aux autres. Par conséquent, cet aspect éthique, d'intériorisation des normes de la sphère financière me paraît très important. Au-delà de tous les mécanismes que l'on a décrit, au-delà des circuits, je crois très fort que d'un côté le contrôle des instruments de crédit, de l'autre l'intériorisation des normes éthiques sont les deux piliers sur lesquels une bonne régulation du système financier peut reposer.