

1929 ET 2007, DEUX CRISES VOISINES, DEUX SORTS DISTINCTS

JEAN-LUC PROUTAT

Économiste, Compagnie financière Edmond de Rothschild

Qui chercherait à établir des connexions entre la crise dite des « subprimes » et celle de 1929 n'aurait qu'à lire ou relire l'essai magistral de J. K. Galbraith (1989). Chaque page – ou presque – en recèle, et l'on s'amuserait presque, si l'affaire n'était véritablement sérieuse, à transposer les faits et gestes de l'époque sur la scène de la finance globale. À soixante-dix-huit ans d'intervalle, deux bulles d'origine américaine, l'une logée dans le marché des actions, l'autre dans celui de la dette structurée, gonflent de la même manière c'est-à-dire par abus d'effet de levier. La chose se produit sous l'œil bienveillant de la Réserve fédérale qui monte à pas comptés ses taux d'intérêt et répugne par principe à réguler une activité en plein essor, source de profits substantiels pour ceux qui la pratiquent. Les premiers remous sont mal compris car ils apparaissent sur une mer d'huile. Peu nombreux sont donc ceux, parmi les experts d'hier ou d'aujourd'hui, à y voir les prémices d'un tsunami financier. Bien que sujette à conjecture dans le cas présent, la destruction de valeur qui en résulte est de toutes les façons considérable. La suite reste à écrire. Notre conclusion est que, aussi pénible soit-elle, elle ne reproduira pas les enchaînements funestes des années 1930, précisément parce que ces dernières ont fait école.

Le génie précède la chute

En 1929, écrit Galbraith (1989, p. 82), « la découverte des merveilles de la progression géométrique frappa Wall Street avec une force comparable à celle de l'invention de la roue ».

Telle fut celle qui dilata le marché de la titrisation. Impossible de ne pas faire le parallèle entre l'enchevêtrement de sociétés *holdings* – qui, à la fin des années 1920, pullulent en bourse pour faire levier sur la valeur des actifs – et la tuyauterie mise en place au milieu des années 2000 pour recycler, entre autres choses, les crédits « *subprimes* ». Même alchimie

complexe visant à transformer le plomb en or, même entreprise aboutissant à faire en sorte que le détenteur final d'un titre n'ait à peu près aucune idée de l'origine, comme de la véritable valeur, de ce qu'il possède. Même consanguinité aussi, les *holdings* de 1929 se détenant entre elles comme les banques de 2007 « sponsorisent » les conduits par lesquels elles se défont de leurs créances.

Les SIV (*structured investment vehicles*) tiennent dans la crise qui nous intéresse le même rôle que les courtiers, naguère, dans celle de 1929 : c'est par eux que la liquidité alimente puis quitte le système. Peu importe que les uns empruntent aux banques ou les autres émettent du papier commercial. Le levier qu'ils actionnent est à chaque fois considérable.

Aux États-Unis, de décembre 1927 à octobre 1929, l'encours des prêts aux *brokers* est multiplié par deux. Il représentera jusqu'à 8,5 % du PIB avant de s'effondrer. De 2004 à mi-2007, les émissions d'ABCP (*asset-backed commercial papers*) épousent la même courbe exponentielle. Elles culmineront à 900 milliards de dollars par an (6,8 % du PIB) pour, en quelques mois, cesser d'exister¹.

C'est lorsque le doute survient que le robinet se ferme. Les intermédiaires financiers ne trouvent plus à se refinancer dès lors que la qualité de ce dont ils font commerce est remise en question. Arrivent les premières ventes forcées qui alimentent la baisse du prix des actifs, celle-ci déclenchant des appels de marges qui suscitent de nouvelles ventes, etc. Ainsi crèvent les bulles. De septembre 1929 à juillet 1932, les actions perdent 85 % de leur valeur. Le tarif est à peu près le même pour ce qui concerne les titres adossés à des créances immobilières. Selon leur notation, de triple B à triple A, ces derniers ne valaient plus que 12 à 50 % du nominal en mars 2008². Aux dernières nouvelles, leur cote ne s'était pas redressée et la défiance des investisseurs avait gagné d'autres compartiments de la dette structurée : prêts à effet de levier, immobilier commercial...

De la crise financière à la dépression

Il faut donc passer des provisions pour un montant qui selon les estimations les plus crédibles dépassera les 400 milliards de dollars³. Ceux qui redoutent un retour aux années 1930 se souviennent sans doute que tout avait commencé par là. En 1929, les pertes ne pouvant être assumées par les courtiers, elles se répercutent sur les banques qui leur ont beaucoup prêté. Ces dernières font face à des clôtures de comptes à mesure que grandissent les doutes concernant leur propre solidité financière. Elles rationnent le crédit et contaminent ainsi la sphère réelle. Les entreprises perdent le soutien des banques, qui perdent la confiance de leurs clients. Les unes et les autres font faillite ou, à défaut, coupent

leurs investissements, réduisent leurs effectifs, ce qui a pour effet de déprimer la consommation. Les volumes d'affaires baissent, les prix aussi (les produits sont bradés), si bien que les revenus nominaux font pâle figure lorsqu'ils sont mis en face des dettes. La restructuration des bilans s'accroît, jusqu'à prendre l'allure d'une fuite en avant qui ne fait qu'approfondir la récession.

Le premier enseignement tiré de cette époque est qu'il ne faut pas laisser les intermédiaires financiers s'entraîner dans la chute. Éviter le risque systémique : en organisant le sauvetage de la banque Bear Stearns, le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, a récemment prouvé sa détermination à faire appliquer cette règle – vitale à défaut d'être morale. Depuis mars 2008, les fabricants de faux billets trouvent, en outre, à les troquer contre des vrais auprès des autorités monétaires. C'est le « TSLF » (*Term Securities Lending Facility*) qui permet aux banques souhaitant se refinancer d'échanger des titres adossés à des créances contre des bons du Trésor. Dans le même esprit magnanime, la « Fed » a ouvert une ligne de crédit aux banques d'investissement et sociétés de bourse et s'est résignée à prendre en garantie des MBS (*mortgage-backed securities*) et autres ABS (*asset-backed securities*) de notation moyenne, peu ou pas liquides. Les Federal Home Loans Banks, qui bénéficient du soutien implicite de l'État, accroissent aussi leurs prêts aux banques régionales en échange des mêmes collatéraux douteux. Une telle mutualisation des risques n'est pas faite pour encourager les pratiques vertueuses. Mais parce qu'elle sauvegarde la liquidité, elle introduit une rupture fondamentale dans la chaîne des événements qui, il y a soixante-dix-huit ans, avaient précipité la Grande Dépression.

Elle n'est pas la seule. Avant Keynes et sa *Théorie générale*, les vertus stabilisatrices de l'action publique sont largement ignorées. Les dépenses de l'État fédéral américain pèsent d'ailleurs d'un faible poids dans l'économie (4 à 5 % du PIB dans les années 1920, contre 20 % du PIB aujourd'hui) et augmentent peu (il faudra attendre le New Deal de 1933 pour les voir décoller). En 1930, le gouvernement n'a donc ni les capacités ni les instruments susceptibles d'atténuer le

choc consécutif à l'éclatement de la bulle. En 2008, Washington mobilise toute la vieille garde constituée lors de la Grande Dépression. Les agences gouvernementales Fannie Mae et Freddy Mac peuvent accroître jusqu'à hauteur de 200 milliards de dollars leurs rachats de créances immobilières grâce à une moindre exigence de fonds propres. De fait, elles pallient – pratiquement à elles seules – la défaillance du marché hypothécaire en refinançant plus de 90 % des nouveaux prêts. Dans le but d'endiguer les saisies, on réactive aussi la FHA (*Federal Housing Administration*). Créée en 1934, l'institution reprend et garantit les prêts accordés aux ménages à bas revenus. Ses marges de manœuvre viennent d'être élargies ; elles pourraient être portées jusqu'à 300 milliards de dollars dans le cadre du programme *FHA Secure*, ce qui permettrait de refinancer un à deux millions de prêts (Fontagne, Honthaas, Baudchon, 2008).

La flexibilité des cours de change, tout comme l'organisation supranationale du commerce, complètent la liste des garde-fous. L'approfondissement de la Grande Dépression doit en effet beaucoup au régime de l'étalon-or qui, tout en se disloquant, précipite la contraction des échanges mondiaux. Au début des années 1930, la production américaine s'écoule d'autant plus mal que le dollar ne baisse pas. Tout est alors mis en œuvre pour la protéger. Droits de douanes, contingentements, les tranchées creusées à l'époque sont sans commune mesure avec les coups de canifs qui, de nos jours, émaillent les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Elles ont tôt fait d'asphyxier les principaux pays partenaires commerciaux des États-Unis, entraînant dévaluations et mesures de rétorsion. Le commerce international est aspiré dans un siphon, pour reprendre une illustration célèbre donnée par la Société des Nations.

La situation actuelle est heureusement différente. Le dollar se déprécie (il a perdu 15 % de sa valeur contre toutes devises depuis le déclenchement de la crise et 35 % depuis son dernier point de 2002) ; cela n'est sans doute pas une bonne affaire pour l'Europe mais évite le pire aux États-Unis. Les flux commerciaux internationaux ne sont pas taris mais s'écoulent simplement plus lentement. Leur imbrication

transnationale est d'ailleurs telle, aujourd'hui, qu'un blocage aux frontières est une hypothèse non seulement peu crédible mais, de plus, largement vide de sens.

Conclusion

Aussi pénibles soient-ils, les lendemains de fête peuvent difficilement prendre, aux États-Unis et dans le monde, le tour funeste des années 1930. Les politiques monétaire et budgétaire sont mieux armées et plus réactives. Elles atténuent les effets dépressifs des ajustements de bilan et maintiennent le filet de liquidité nécessaire à la survie du système financier. L'organisation supranationale du commerce et la flexibilité des taux de change complètent la liste des garde-fous.

Notes

1. *Il y a même destruction de papier. D'après les flows of funds de la Réserve fédérale américaine, le montant annualisé des remboursements nets d'ABCP a atteint 282 milliards de dollars au quatrième trimestre 2007.*
2. *Selon les indices ABX calculés par la société Markit. Source : www.markit.com*
3. *Fin mars 2008, la BaFin, qui est l'autorité allemande de contrôle du secteur bancaire, évalue à 430 milliards de dollars la perte totale du secteur financier à provisionner de par le monde. Source : Der Spiegel du 31 mars 2008.*

Bibliographie

- FONTAGNE, A. ; HONTHAAS, E. ; BAUDCHON H., « États-Unis, les nouvelles stars de la finance », *Perspectives hebdo*, semaine du 24 au 28 mars 2008, direction des Études économiques du Crédit agricole, mars, 2008.
- GALBRAITH J. K., *La crise économique de 1929*, Payot, 1989.

