

LES CRISES FINANCIÈRES : PLUS ÇA CHANGE, PLUS C'EST LA MÊME CHOSE

MICHEL AGLIETTA

Université de Paris X Nanterre

Les crises s'inscrivent dans des cycles financiers où interagissent l'endettement et le mouvement des prix d'actifs. L'expansion financière dérape lorsque le crédit n'est plus fondé sur les perspectives de revenus des emprunteurs mais sur l'anticipation de la valeur de leur richesse. Le cercle vicieux est exacerbé par la valorisation « mark to market », par les règles prudentielles procycliques et par le transfert des risques bancaires via la titrisation et les produits dérivés. Toutes les crises des deux dernières décennies présentent ces caractéristiques. Elles se distinguent par leur gravité selon que les bilans bancaires sont ou non fragilisés. La crise actuelle est de ce point de vue fort sérieuse. Elle a en commun avec celle des années 1930 pour effet de provoquer une restriction de l'offre de crédit et une augmentation durable de son coût.

Dans une comparaison statistique des crises financières survenues dans les trente dernières années dans les pays développés – et ayant impliqué les banques –, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2008) soulignent la similitude des processus qui précèdent les crises : forte montée des prix immobiliers, progression rapide du ratio dette du secteur privé/PIB, détérioration de la balance courante. Ces résultats confirment plusieurs études de la Banque des règlements internationaux (BRI) sur les indicateurs macroéconomiques avancés des crises. La récurrence des crises scande le cycle financier qui conduit le capitalisme de bulle en bulle. C'est pourquoi les crises ont une logique commune : l'emballlement du crédit qui finance l'espoir d'enrichissement par la hausse du prix d'au moins un actif sur lequel se polarise la spéculation.

Le plus comique dans l'affaire est que, dans chaque vague d'engouement financier, une vaste population d'analystes, d'experts, de professionnels et de politiques explique que, cette fois, c'est différent. Les innovations techniques ou financières justifient

les espoirs de profit et garantissent que l'expansion financière est solide et que le cycle financier est vaincu par la flexibilité des marchés. En effet, si les crises reviennent toujours, les sources de perturbation, les risques méconnus ou sous-estimés, les canaux de contagion et les failles dans la régulation prudentielle ne sont pas les mêmes d'une crise à l'autre. En polarisant leurs attentions sur les détails, les acteurs de la finance ignorent les permanences de l'histoire.

Les crises se lovent dans un cycle financier endogène

Dans son histoire minutieuse des crises financières, le grand historien Charles Kindleberger (1996) a identifié la récurrence des cycles financiers. Ils n'ont pas de régularité quantitative précise dans leur périodicité

et dans leur amplitude mais ils ont une cohérence interne faite de l'enchaînement de cinq phases :

- **L'essor.** Cette phase suit une récession ou au mieux un ralentissement conjoncturel. La croissance est robuste parce que alimentée par l'investissement réel. Celui-ci est financé par l'expansion du crédit qui reste en ligne avec la progression des revenus, laquelle crée des anticipations optimistes qui entraînent la hausse des prix d'actifs.

- **Leuphorie.** Elle est caractérisée par le processus circulaire de l'emballement du crédit par rapport aux revenus et de l'accélération de la hausse des prix des actifs. Ce phénomène se transmet entre les pays si les mouvements de capitaux sont libres. Il aboutit au surendettement par rapport aux capacités de servir la dette et à la sous-évaluation concomitante du risque.

- **Le paroxysme et le retournement.** Les fragilités s'insinuent dans les bilans au fur et à mesure que les leviers d'endettement s'accroissent et ne se soutiennent plus que par la hausse spéculative des valeurs mises en garantie. À l'approche du pic, le processus devient vulnérable à un événement catalytique fortuit qui retourne les anticipations à une date imprévisible.

- **Le reflux et l'instauration du pessimisme.** Les deux forces qui entraînent la finance dans la crise sont l'obsession de la liquidité chez les agents endettés et la montée de l'aversion au risque chez les pourvoyeurs de liquidités. Si le stress atteint les banques, un « *credit crunch* » est probable.

- **La déflation de la dette et la restructuration des bilans.** Le désendettement est l'enjeu de cette phase. Mais il est rendu difficile par la baisse rapide des collatéraux qui révèlent des pertes plus ou moins grandes. Leur ampleur, la rapidité et la pertinence des réponses des autorités publiques déterminent la durée de la crise. Les pertes sont d'autant plus difficiles à absorber que la contraction de la dépense privée par tous ceux qui veulent se désendetter en même temps rogne les revenus nécessaires pour couvrir les pertes. C'est pourquoi les faillites parsèment la remise en ordre des bilans.

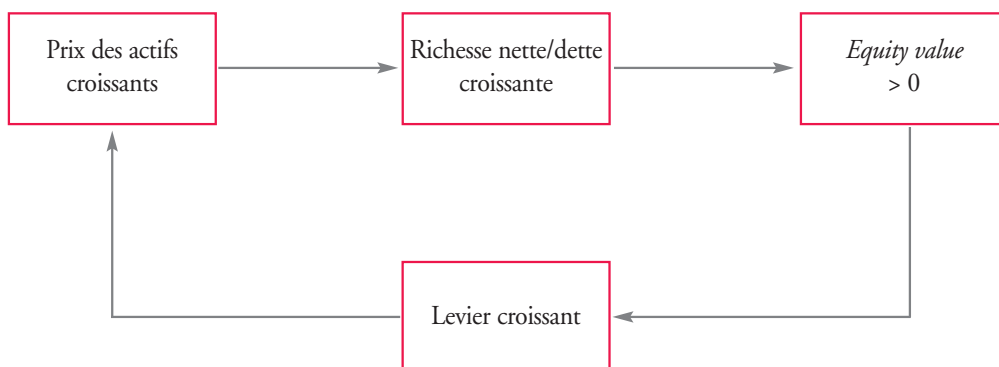
Au-delà des faits stylisés, plusieurs questions se posent. Pourquoi l'emballement ? Pourquoi la fragilité

financière se développe-t-elle en pleine croissance ? Pourquoi est-elle dissimulée aux marchés et aux autorités monétaires ?

L'emballement vient d'un changement de régime de crédit au cours du cycle. Il est exacerbé par la valorisation « *mark to market* » et par les règles prudentielles délibérément procycliques qui sont appliquées aux banques. Après le rétablissement du cycle précédent, la prudence est de mise. Les demandes de crédit sont évaluées, tant que faire se peut, à partir des perspectives de revenus des emprunteurs. Lorsque les marchés d'actifs se réaniment, les crédits sont accordés sur la base de la valeur de marché de la richesse anticipée, et cela d'autant plus que les taux d'intérêt sont encore bas et les *spreads* resserrés grâce à l'assainissement des bilans. Lorsque la valeur de marché de la richesse progresse plus vite que le crédit, les emprunteurs peuvent dégager une *equity value* qui leur permet de demander plus de crédit indépendamment de leurs revenus. Le poids de la dette s'élève par rapport au revenu, même s'il baisse par rapport à la valeur de marché de la richesse. Le cercle vicieux décrit dans le schéma ci-après est enclenché. Il n'a pas de stabilisateur endogène. Comme les autorités monétaires ont décidé que ce n'était pas leur affaire tant que la spéculation ne provoquait pas de répercussion inflationniste sur l'indice des prix qui est leur boussole, il n'y a pas non plus de stabilisateur exogène. La montée de la fragilité financière en découle directement.

La crise du crédit structuré a poussé ce processus au paroxysme parce que le changement de régime de crédit est allé jusqu'à transformer le modèle bancaire. Celui-ci passe du principe « *initier les crédits et porter le risque* » au principe « *initier et vendre le risque* ». Exploité à l'extrême sans aucune précaution prudentielle, ce modèle dégrade l'information tout au long de la chaîne des transferts de risques et suscite l'aléa moral et les conflits d'intérêts. Il amplifie l'offre de crédit et en diminue la qualité. Lorsque le prix des actifs se retourne, il incorpore des pertes peu probables mais extrêmes qui sont dissimulées aux acheteurs des crédits titrisés.

Le cercle infernal de l'emballement euphorique



Un panorama des crises dans les deux dernières décennies

Les crises se sont succédé à un rythme rapide depuis le début de la globalisation financière. Le tableau ci-après ne recense que celles qui ont éclaté dans les deux dernières décennies. C'est pourquoi il laisse notamment de côté l'interminable crise japonaise qui a débuté à la fin de la décennie 1980.

Ce tableau balaye bien des illusions. Les crises seraient plus fréquentes dans les pays émergents dont les systèmes financiers sont plus frustes. Elles seraient de moins en moins fréquentes et de moins en moins sérieuses au fur et à mesure que les systèmes financiers deviendraient plus « flexibles ». Rien de tout cela n'est vrai. Les marchés financiers sont certes plus flexibles mais cela ne les rend pas plus aptes à évaluer correctement les risques. Dans la crise actuelle du crédit,

c'est à l'évidence le contraire qui s'est produit. Les marchés ne sont d'ailleurs flexibles que pour autant qu'ils restent liquides. Or, la liquidité des marchés est le résultat endogène de la formation d'opinions collectives. Dans la phase de retournement du cycle financier, elle s'assèche dans des segments cruciaux des marchés lorsque le risque est brutalement réévalué. Alors la dissémination du risque par les marchés flexibles se retourne en propagation virulente du risque.

Enfin, un enseignement important de l'histoire des crises est que leur gravité dépend de l'implication ou non des banques. Les crises qui déclenchent un risque systémique sont celles où les engagements des banques sont mis en doute. À cet égard, la crise asiatique a été profonde. Mais la crise actuelle qui met en cause le système bancaire international en son cœur est probablement la plus grave des cinquante dernières années. Elle appelle une comparaison avec celle du début des années 1930.

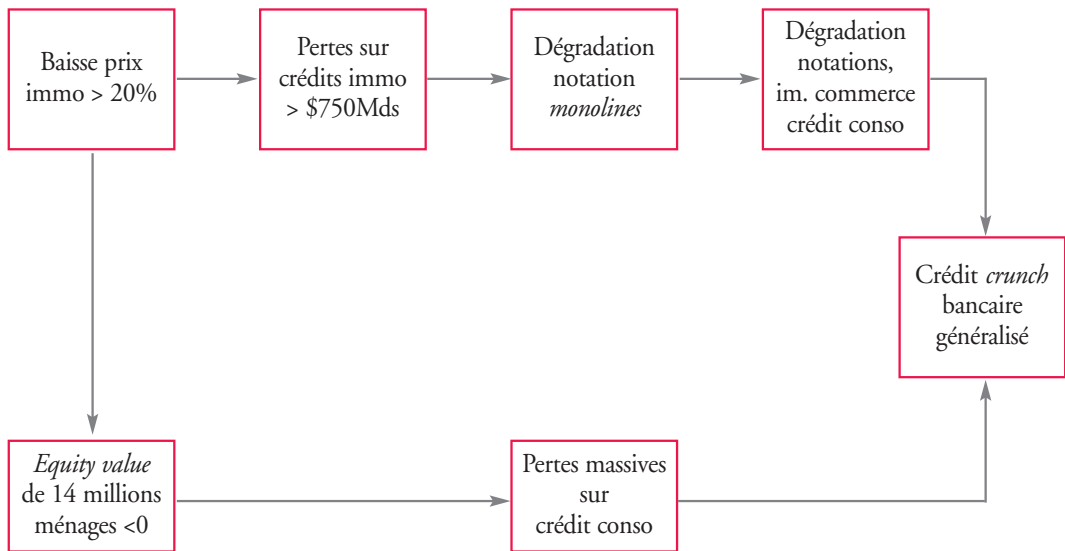
ÉPISODES	SOURCES DES PERTURBATIONS	NATURE DES RISQUES
SME 1992-1993	Mésajustements de change Choc allemand Incertitudes à propos de l'Union économique et monétaire (UEM)	Risque de change Risque de crédit dans certains pays
Marché des titres 1994	Positions croissantes sur l'anticipation de baisse des taux d'intérêt à long terme Resserrement brutal de la politique monétaire américaine	Risque de taux d'intérêt
Barings 1995	Retournement inattendu du Nikkei	Risque de prix d'actifs, aggravé par la sensibilité des produits dérivés
Mexique 1994-1995	Déséquilibres macroéconomiques cumulatifs Détérioration de la situation politique Ancrage du taux de change	Perte de confiance dans le taux de change et risque de liquidité
Chapelet de crises : - Asie, 1997 ; - Russie, 1998 ; - Brésil, 1999 ; - Argentine, 2001	Libéralisation financière mal conçue Excès de crédit à court terme Ancrage du taux de change	Risque de crédit (surendettement à court terme) Risque de change Volatilité extrême des prix d'actifs Dettes publiques débridées (Russie et Argentine)
Krach boursier des Technologies de l'information et de la communication (TIC), 2001 ; et crise de gouvernance, 2002	Croyance d'une ère nouvelle par la vertu des TIC Dissimulation de dettes par créativité comptable et SIV (<i>Structured Investment Vehicles</i>) de déconsolidation	Surévaluation boursière extrême Endettement très élevé des entreprises pour extraction du <i>cash flow</i>
Crise du crédit structuré, 2007-?	Logique de la dissémination des risques orchestrée par les banques d'investissement provoquant l'explosion de l'offre de crédit et la détérioration massive de sa qualité	Risques de crédit portant sur plusieurs trillions de dollars Risques de liquidité aigus et durables au cœur du système bancaire international

IMPLICATIONS DES MARCHÉS DÉRIVÉS	POTENTIEL DE CONTAGION	DÉFAUTS PRUDENTIELS
Options de vente sur les monnaies victimes d'attaques spéculatives	Couverture dynamique Spéculation auto-réalisatrice	Illiquidité du marché Manque de soutien international au sein du mécanisme de change
<i>Swaps</i> et marchés à terme de taux d'intérêt	Très forte augmentation de la volatilité ; effets de déversement internationaux généralisés Pression univoque à la vente sur un grand nombre de marchés de titres	Les lourdes pertes provoquent des problèmes de liquidité aigus pour les intermédiaires financiers internationaux
Contrats à terme et contrats d'options sur l'indice Nikkei 225	Effets de déversement entre les marchés des changes de Singapour et d'Osaka Incertitude sur le paiement des appels de marge sur le Simex (Singapore International Monetary Exchange)	Inefficacité de la gestion du risque au sein de la banque Absence de coordination entre les marchés des changes Absence de séparation entre positions pour compte propre et pour compte client.
<i>Swaps</i> sur les <i>Tesobonos</i> entre les banques d'investissement américaines et les banques mexicaines	Substantiel en Amérique latine, particulièrement dramatique en Argentine	Défiance massive du contrôle du risque souverain avec libéralisation financière
Activité <i>offshore</i> destinée à dissimuler l'ampleur de l'exposition au risque de crédit	Généralisé en Asie : cascade de retraits des fonds à court terme et pression univoque à la vente sur les marchés des actifs domestiques et des taux de change Massif après la crise russe (LTCM, <i>Long Term Capital Management</i>)	Absence de supervision nationale et présence de garanties implicites Retard du FMI (Fonds monétaire international) dans l'évaluation de la sévérité des problèmes de liquidité et du sérieux de l'étranglement du crédit
Évaluation des actifs innovants par options réelles Transfert de risques de crédit aux sociétés d'assurances par CDS (<i>Credit Default Swap</i>)	Très forte corrélation entre marchés boursiers dans le krach Élévation massive des spreads dans les titres speculative grade et dans les titres émergents	Défaillances massives des règles de gouvernance dans les entreprises et dans les professions financières
Empilement de titrisation et construction de produits synthétiques Risques optionnels cachés et leviers dans les tranches de crédit structuré	Accroissement de la corrélation des risques avec la baisse du prix des actifs Illiquidité des produits, incapacité de les refinancer et ventes de détresse d'actifs liquides	Inefficacité prudentielle généralisée à l'égard de l'ensemble des professions impliquées dans la titrisation Possibilités d'arbitrage réglementaire laissées aux banques

Crises bancaires et enchaînements systémiques

Le retournement du marché immobilier a eu un effet dramatique sur les crédits structurés. La baisse des prix rend les prêts non performants lorsque l'*equity value* de l'em-

prunteur, c'est-à-dire la différence entre la valeur de marché du bien et la valeur faciale de l'emprunt, est négative. Les ménages ont l'option de faire défaut, c'est-à-dire d'abandonner leur collatéral pour se dégager de l'emprunt. Les prêteurs doivent alors vendre le bien saisi à perte et nourrissent une baisse plus forte du marché immobilier, ce qui incite d'autres ménages à faire défaut dans une spirale dépressive que décrit le schéma suivant :



Cette spirale a le potentiel de sinistrer le système bancaire comme cela s'est produit au début des années 1930. La différence se trouve, bien sûr, dans l'assurance des dépôts et dans la capacité des régulateurs bancaires d'empêcher les faillites de banque importantes et de circonscrire celles des organismes de prêts locaux qui vont se produire. Mais cela n'empêchera pas le « *credit crunch* » qui va rendre la phase de déflation de la dette bien plus pénible que dans la sortie des crises précédentes. C'est pourquoi les vagues de faillites bancaires des années 1930 nous donnent des enseignements sur la montée du coût du financement de l'économie qui résulte des dommages dans les bilans bancaires.

La baisse générale des prix des actifs a été la cause de la première vague de faillites en novembre/décembre 1930. Les répercussions internationales (effondrement

des banques en Europe centrale et dévaluation de la livre sterling) ont provoqué l'approfondissement de la récession aux États-Unis qui a déclenché la deuxième vague de faillites de mai à septembre 1931. Il a fallu attendre le *Bank Holiday* de mars 1933 pour réduire autoritairement la charge des dettes.

Les faillites bancaires ont changé la nature de la récession en provoquant la contraction de l'offre de crédit et l'augmentation du coût du financement. Il y a eu bien plus qu'une contraction monétaire. Le ratio des encours de prêts aux dépôts était de 0,86 en octobre 1929. Il est tombé à 0,70 en mars 1931 et 0,57 en mars 1933. Le *spread* du papier commercial garanti par les banques sur les bons du trésor est passé de 2,3 % au milieu de l'année 1929 à 8 % au milieu de l'année 1932. Sans atteindre de tels extrêmes, la crise actuelle va provoquer qualitativement les mêmes

effets. La phase de rétablissement des bilans bancaires va être longue et difficile. Elle va sans doute provoquer une période prolongée de croissance ralentie.

Bibliographie

AGLIETTA, M. ; MOUTOT, P., « Le risque de système et sa prévention », Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 41, 1993, pp. 21-53.

BERNANKE, B., « Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, June, 1983, pp. 257-276.

BOYER, R. ; DEHOVE, M. ; PLIHON, D., *Les crises financières (Rapport du CAE, n° 50)*, La Documentation française, 2004.

BUTTER, W., « Lessons from the 2007 financial crisis », *CEPR Policy Insight*, n° 18, December, 2007, pp. 1-17.

KINDLEBERGER, C.P., *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Mac Millan, 3e éd., 1996.

MINSKY, H., « The financial instability hypothesis : capitalist processes and the behavior of the economy », in C. Kindleberger and J.P. Laffargue eds, *Financial crises*, Cambridge University Press, 1982, pp. 13-47.

MISHKIN, F., « Asymmetric information and financial crises : a historical perspective », in G. Hubbard ed., *Financial markets and financial crises*, Univ. of Chicago Press, 1991, pp. 69-108.

REINHART, C. ; ROGOFF, K., « Is the 2007 subprime financial crisis so different ? An international historical comparison », NBER, draft, January, 2008.

