

LES CRISES FINANCIÈRES SONT-ELLES ÉVITABLES ?

DOMINIQUE LACOUE-LABARTHE

Professeur, université Montesquieu Bordeaux IV, Lare-efi¹

Le retour plus ou moins régulier de crises financières nous reporte au moins au XVIII^e siècle, ou même avant. Parmi les cas célèbres ² figurent la faillite de la Compagnie du Mississippi, l'échec de la Banque générale et de la Banque royale de Law en 1719-1720, la faillite de l'Ayr Bank anglaise en 1772, etc. En fait, ces épisodes de nature diverse ne correspondent pas tous à des crises financières au sens où les économistes entendent aujourd'hui cette expression, parce que les perturbations sont restées cantonnées dans la sphère financière. Au contraire, les crises financières systémiques ont un impact direct sur l'activité économique réelle.

La crise financière, née de la dépréciation des crédits logement à risque – les « subprimes » – aux États-Unis, a réveillé depuis 2007 une opinion bien établie selon laquelle cette crise, comme celles qui l'ont précédée, était inévitable. Le mécanisme serait le suivant : pour résoudre une crise financière et sortir de la récession qui l'accompagne, les banques centrales alimentent les marchés en liquidités afin d'éviter l'effondrement des crédits dont les entreprises ont besoin pour financer les investissements. Mais, en maintenant trop longtemps des taux d'intérêt bas et des facilités d'endettement abondantes, les autorités monétaires créent les conditions d'une nouvelle bulle qui enfle avant d'éclater à son tour. À nouveau, les autorités de supervision voudront résoudre la crise, notamment en réglementant plus strictement le secteur d'activité sinistré. Les agents se tourneront alors vers d'autres actifs encore sous-évalués et peu surveillés. Les crises s'entraînent ainsi les unes et les autres ³ sans que rien ne permette de les éviter. En outre, leurs modes de résolution ne feraient qu'accroître la gravité de la crise suivante et le coût collectif des interventions publiques.

La crise financière joue un double rôle. Utilement, elle permet d'apurer les dettes impayées et d'éliminer les institutions insolubles soit par fermeture, soit par restructuration et consolidation. En revanche, dans son rôle néfaste, la crise financière affecte l'activité réelle, provoquant récession et chômage, voire la déflation

comme aux États-Unis pendant la Grande Dépression ou au Japon pendant la décennie 1990 perdue. Aujourd'hui, la crainte d'une crise systémique est omniprésente et suscite de la part des régulateurs des réactions que l'on peut juger parfois inappropriées. Ces derniers cherchent, vainement jusqu'ici, les moyens d'enrayer l'enchaînement des crises.

Les crises financières réelles

■ Les crises et le cycle conjoncturel

La plupart des pays industrialisés ont été fortement affectés par les crises financières du XIX^e siècle jusqu'à la Grande Dépression. Des économistes historiens retiennent parfois une distinction, proposée par Anna Schwartz ⁴, entre les pseudocrises et les crises financières réelles.

Les *pseudocrises financières* sont circonstancielles et localisées ; elles sont marquées soit par la chute du prix d'une matière première (ainsi le coton au XIX^e siècle), celui de l'immobilier (résidentiel ou commercial) ou encore du cours de certaines actions ou obligations (par exemple des compagnies de chemin de fer), ou également par la détresse de grandes firmes non financières, de collectivités publiques ou de débiteurs souverains. Un des traits caractéristiques de ces épisodes est la ruée bancaire, une situation dans laquelle les déposants d'une banque échangent leurs dépôts contre des espèces légales. Ce fut le cas par exemple aux États-Unis en 1884 avec la faillite de la Marine National Bank et du courtier Grant & Ward, ou en Angleterre en 1890 avec les défaillances de la Barings et de Decker & Howell, ou encore en France avec la ruée sur la Société générale en 1914.

Les *crises financières réelles* sont au contraire des phénomènes d'ampleur macroéconomique à dimension systémique. Les États-Unis ont connu quatorze crises réelles majeures depuis la fin du XVIII^e siècle ⁵. L'Angleterre en a subi huit ⁶, la France ⁷ et l'Italie quatre, l'Autriche et le Japon trois, l'Allemagne et la Russie deux, etc. Ces crises ont des répercussions sur l'allocation des ressources en fonds disponibles aux occasions d'investissements profitables.

L'interprétation généralement retenue associe directement les crises financières aux cycles conjoncturels. Les crises bancaires se situent peu après le point de retournement, à l'amorce de la récession ou de la dépression. L'emballement du crédit et

l'endettement excessif des agents non financiers ont nourri l'investissement et la croissance. La plupart des crises ont commencé par la détérioration du bilan des banques, une forte hausse des taux d'intérêt, une chute importante du marché boursier et un accroissement de l'incertitude résultant de la faillite d'une importante firme financière ou non financière ⁸. Les entreprises deviennent incapables de rembourser leurs emprunts. À leur tour, les banques, victimes de ces défaillances, sont ciblées par des déposants qui soupçonnent leur insolvabilité. La ruée devient panique et atteint l'ensemble des établissements, aussi bien les banques illiquides et insolubles que des établissements rendus illiquides par la panique mais pourtant solvables. La défaillance conduit les banques à déposer leur bilan si elles sont dans l'impossibilité de se refinancer. Dans la mesure où les paniques atteignent des banques saines, il apparaît des effets externes négatifs aux dépens des déposants dont le blocage des fonds empêche la poursuite des transactions. Le marché du crédit s'effondre et le bon fonctionnement du système des paiements connaît des ruptures irréversibles.

L'efficacité des remèdes classiques

Dès les premières crises financières réelles, l'Europe et les États-Unis ont cherché à enrayer leurs conséquences. Leur expérience respective a été très différente et l'apprentissage s'est échelonné sur plus d'un siècle, avec quelques succès et beaucoup d'échecs. L'Europe, suivant l'expérience anglaise, a eu recours à trois moyens principaux : la politique de taux d'intérêt, l'intervention de prêteur en dernier ressort par la banque centrale, le sauvetage de banques par solidarité de place sous la garantie de l'État. Les États-Unis, dépourvus de banque centrale jusqu'en 1914, ont fait des choix très différents de ceux de l'Angleterre. Ils ont inventé la charte bancaire, la politique de ratios prudentiels, l'assurance dépôt et la création privée de liquidité par les systèmes de paiement privés.

La Banque d'Angleterre a joué un rôle pionnier lorsqu'elle a commencé à relever le *bank rate*, le taux des avances aux *discount houses*, organisatrices du refinancement des *joint stock banks*, pour ralentir la progression du crédit. Mais, ce faisant, elle prenait le risque de faire baisser le cours des titres et des actifs financiers en capital avec une répercussion sur la richesse nette des agents par au moins trois canaux :

- des moins-values et la dépréciation des titres à long terme ;
- la baisse de la valeur des garanties offertes pour contracter de nouveaux emprunts ;
- enfin, l'effet du renchérissement du service de la dette si le niveau général des prix baissait à la suite du ralentissement de la croissance monétaire.

Il a toujours été difficile pour la banque centrale de concilier une politique de taux, destinée à stabiliser les prix et l'activité macroéconomique, avec une politique bancaire de stabilité financière. La même hausse des taux d'intérêt peut être souhaitable sur le plan conjoncturel, mais indésirable pour la stabilité financière par ses effets de richesse négatifs. La banque centrale se doit pourtant parfois de résoudre prioritairement les crises de liquidité. Agissant comme prêteur en dernier ressort, elle est conduite à fournir au marché la liquidité nécessaire au bon déroulement des transactions quand, sous l'effet de l'incertitude, aucun établissement financier n'accepte plus de prêter aux banques défaillantes. La baisse des taux d'intérêt accompagne généralement l'abondance de liquidités et réduit la probabilité d'une récession, mais elle favorise les tensions inflationnistes.

La faillite de grandes banques considérées comme trop importantes pour que leur disparition éventuelle n'affecte pas l'ensemble du système bancaire et le renom de la place financière, en raison de l'efficacité limitée du prêteur en dernier ressort, conduit l'État lui-même à intervenir (sauvetage de la Banque d'Alsace et de Lorraine en 1930 par exemple). La banque centrale, avec la garantie du Trésor, se voit confier la mission d'organiser la solidarité de place : elle forme un consortium qui réunit les actionnaires des établissements défaillants et sollicite leur apport pour recapitaliser les banques en difficulté. Si nécessaire,

l'État convoque un syndicat de banques non actionnaires pour organiser un prêt auquel il apporte sa garantie. En dernier recours, il organise une restructuration de la banque défaillante avec un rachat par une autre, ou un rapprochement (adossement) capitalistique (restructuration de la Banque nationale du commerce en 1932). L'apport en capital par l'État lui-même sur des ressources du budget – parfois remboursé à très long terme – voire la nationalisation avec indemnisation des actionnaires (Northern Rock en 2008) sont les solutions ultimes.

Les États-Unis, dépourvus de prêteur en dernier ressort entre 1836 et 1914, ont cherché d'autres moyens de préserver la stabilité financière dans une économie caractérisée par la multiplicité de petites banques locales à un seul guichet et l'absence d'un marché monétaire centralisé. La délivrance d'une charte par les commissions bancaires des états fédérés permettait d'exercer un certain contrôle de qualité, bien que d'une efficacité limitée, sur l'accès et l'exercice de la profession bancaire. Dans certains états, un fonds de garantie des dépôts a été créé pour conforter les banques qui acceptaient de respecter des ratios prudentiels (minimum de capital par rapport aux dépôts, ou aux crédits distribués). Les banquiers eux-mêmes se sont organisés au sein de Clearinghouse Associations pour assurer la bonne fin des paiements. Une solidarité de place⁹ y a été instaurée au cours de paniques bancaires, comme celles de 1893 et 1907, à travers l'émission de *loan certificates* pour pallier l'absence de liquidité. Cette solidarité a permis parfois de rétablir la confiance. Enfin, un dernier dispositif original a été imaginé dans le cadre du National Banking System lorsque l'autorité fédérale de supervision, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), imposa aux banques nationales, conformément aux dispositions du Vreeland Aldrich Act de 1907, de constituer des réserves obligatoires en liquidités et non plus en bons du Trésor.

Malgré ce déploiement de dispositifs imaginatifs, les crises financières réelles se sont succédé sans que les moyens classiques ou nouveaux puissent en éviter le retour. Il faut dire que le couplage entre charte

bancaire et coefficients prudentiels a subi bien des changements dans le temps. Les fonds d'assurance des dépôts des différents états fédérés ont tous fait faillite. Les *loan certificates* ont été refusés par la NYCA aux *trust companies* qui concurrençaient les banques sans être assujetties aux mêmes contraintes prudentielles. Même les réserves obligatoires, une fois imposées aux banques nationales (mais pas aux banques à charte d'état), sont restées inertes et l'OCC n'a pas su faire varier leur coefficient au cours des phases du cycle.

La résurgence des crises financières

Les crises financières de grande ampleur, à fort impact sur l'activité réelle, qui avaient disparu depuis la Grande Dépression des années trente, sont réapparues dans les années 1970. Ces crises ont d'abord été perçues comme des événements ponctuels liés aux difficultés de maîtrise des actifs financiers nouveaux par des opérateurs peu conscients de la montée des risques inhérents à ces instruments. Il y a eu aussi, à nouveau, de grandes crises systémiques.

■ Une multiplication de crises sectorielles

Tour à tour, les marchés de nombreux actifs financiers ont été affectés par l'instabilité, la chute des prix et la faillite d'établissements financiers. La liste des principaux sinistres reflète leur vulnérabilité, surtout quand il ne s'agit pas de banques en général bien surveillées et contrôlées. La panique bancaire s'est raréfiée. La disparition de la liquidité sur des marchés de refinancement se produit souvent avec une impossibilité soudaine de renouveler les émissions de certificats de dépôt ou de billets de trésorerie, le blocage des marchés interbancaires et des systèmes de paiement. La chute du prix des actifs, leur volatilité, mais aussi le risque opérationnel et la fraude figurent

parmi les facteurs récurrents des défaillances. La déréglementation mal maîtrisée, la permissivité et l'indulgence des superviseurs, la capture des régulateurs qui se font les défenseurs des intérêts des régulés, le risque moral consécutif à des sauvetages inopportuns sur argent public... tous ces facteurs ont accentué les désordres de marché et l'instabilité financière.

Ainsi, la faillite de la Penn Central Railroad Co a inauguré aux États-Unis en 1970 le retour des crises financières et a conduit à l'effondrement du marché du *commercial paper*. Le flottement du dollar et sa volatilité accrue ont nourri les positions de change extravagantes et la faillite de la Bankhaus Herstatt de Cologne en 1974. Sa fermeture précipitée par le superviseur bancaire allemand BakRed a provoqué le blocage du système de paiements américain, CHIPS. La Franklin National Bank, la Westdeuschelandesbank Girozentrale, l'UBS, entre autres, ont connu aussi de sévères pertes de change. La *secondary banking crisis* britannique, en 1974, a suivi la chute des prix de l'immobilier commercial saturé de nouvelles constructions à Londres. Des défaillances en série ont affecté les banques américaines régionales qui concentraient trop leurs engagements (Penn Square Bank 1982, Continental Illinois 1984, First Republic Bancorp Texas, MCorp Dallas en 1988, Bank of New England 1991). En 1985, une panne d'ordinateur à la Bank of New York, important *primary broker*, a paralysé le système de règlement/livraison du marché des *Fed funds*. Au risque opérationnel, s'est ajoutée la dissimulation des pertes par des courtiers ou des *traders* mégalomanes¹⁰. La politique d'indulgence systématique envers les S&L américaines (*saving and loan associations*) a conduit à la faillite leur autorité de gestion de l'assurance dépôt en 1989. La faillite de la Drexel Burnham Lambert et la crise des *junk bonds* en 1990 ont ruiné nombre de maisons de titres et de banques d'investissement. Le blanchiment d'argent a conduit à la ruine le groupe émirati BCCI en 1991 et disloqué les fragiles systèmes d'assurance dépôt à Londres ou au Luxembourg qui n'ont pu endiguer les pertes.

La déconfiture des S&L dans les années 1980 a découlé de la déréglementation de leurs activités

traditionnelles censée compenser l'érosion de leurs marges de taux d'intérêt. Les banques publiques d'Espagne (Banesto, 1984), d'Italie (Banco di Napoli, 1996), de France (dans les années 1990, Crédit lyonnais, Crédit foncier, Comptoir des entrepreneurs, Sociétés de développement régional, banques nationalisées comme Indosuez, la Bred, la Société marseillaise de crédit, Worms, etc.), insuffisamment préparées à la libéralisation financière et à la concurrence, se sont lancées dans des activités risquées pour compenser leurs pertes et ne sont parvenues que difficilement à satisfaire aux nouvelles exigences du contrôle prudentiel (ratio européen de solvabilité). Les anciennes banques d'État en Europe centrale et orientale, croulant sous les créances irrécouvrables, ont été privatisées, de manière plus ou moins fictive dans certains cas, pour les adosser à des groupes bancaires occidentaux plus solides. Partout, ces établissements ont fait l'objet de coûteux sauvetages publics s'accompagnant de restructuration et de consolidation au profit d'établissements à statut coopératif ou mutualiste.

Les fonds collectifs d'investissement à leur tour ont connu des déboires, qu'il s'agisse de fonds de pension ou de sociétés d'assurance vie devenus insolubles (Equity Life en Angleterre). Les *hedge funds* ont essuyé des échecs dans de hasardeuses spéculations, comme LTCM (Long Term Capital Management) et la spéculation sur les GKO (obligations russes à haut rendement en 1998), ou Amaranth et ses erreurs d'anticipation sur le prix de l'énergie en 2006.

■ L'enchaînement des crises financières systémiques

Les crises ont atteint aussi d'autres pays. Beaucoup ont pris une ampleur systémique, surtout dans les pays émergents. Parmi ces épisodes, on relève notamment l'effondrement de systèmes bancaires latino-américains et africains dans les années 1970-1980, la crise de la dette souveraine en Amérique latine en 1982, la crise des pays asiatiques de 1997, la banqueroute russe de la dette publique, des banques et des *hedge funds* en 1998, l'effondrement du système

bancaire turc en 2000, le moratoire sur la dette argentine en 2001, la grande déflation japonaise des années 1990 et 2000. L'enquête du Fonds monétaire international (FMI) ¹¹ estime que 131 pays sur 181 États membres ont connu des problèmes bancaires graves entre 1980 et 1995. Le coût moyen par pays de chacune de ces crises a été évalué à quelque 12 % du PIB annuel moyen des pays respectifs. Ce coût s'est accru jusqu'à 40 % dans certains cas dans les années 1990. Par comparaison, la crise des banques et des S&L (*Savings and Loans*) américaines n'a coûté que 3,2 % du PIB. Pour la France, le montant des sauvetages publics n'a pas été divulgué ; il n'est d'ailleurs pas sûr qu'il ait même été calculé.

Dans les pays industrialisés, notamment aux États-Unis, les crises réelles liées à l'immobilier commercial en 1991, aux défauts des émergents et à la faillite de LTCM en 1998, à la chute des actions des sociétés liées aux technologies de l'information en 2001, et la crise des crédits logement à risque en 2007, ont révélé dans leur enchaînement une prise de risque accrue par les institutions financières et de nouveaux mécanismes de redistribution des risques en dehors des banques commerciales.

Avec la chute de l'inflation, les taux d'intérêt ont beaucoup baissé depuis les années 1980 dans les pays industrialisés. La croissance de l'endettement a commencé chaque fois dans un contexte de taux d'intérêt bas. Les revenus en intérêts des prêts traditionnels sont devenus moins attractifs. Pour les banques, la recherche de gains en capital s'est substituée aux rentrées régulières de revenus d'intérêts. Elles se sont livrées à une course à la rentabilité financière sans précédent où les taux requis pour maintenir leur rang atteignent des normes inédites supérieures à 15-20 %. La productivité (*ROA-return on assets*) ¹², c'est-à-dire le profit engendré par chaque unité d'actif engagé par la banque, est relativement faible (de l'ordre de 1,5 à 2 % en moyenne) et n'évolue que lentement. Pour obtenir une rentabilité financière (*ROE-return on equity*) élevée, un profit maximum engendré par chaque unité de fonds propres, il n'y a guère d'autre moyen que d'accroître autant que

possible le multiplicateur de fonds propres (le nombre d'unités d'actifs créés par unité de capitaux propres), en utilisant le levier d'endettement. Pour y parvenir, si *ROA* est constant, l'établissement peut racheter ses propres actions, distribuer plus de dividendes, créer plus d'actifs en s'endettant davantage par émission de certificats de dépôt ou de *commercial paper*, ou encore substituer dans son bilan des titres structurés aux crédits traditionnels.

Les banques ont argué qu'elles avaient aussi appris à maîtriser les risques de marché par l'utilisation des instruments financiers dérivés, contrats *forward*, *futures*, *options*, *swaps*. Même le risque de contrepartie peut être couvert par les dérivés de crédit qui s'apparentent plus à des contrats d'assurance qu'à des couvertures de prix. Les banques ont ainsi redistribué les risques qu'elles créent par leurs engagements (*origination*)¹³. Elles ne nourrissent plus elles-mêmes les crédits, créances non négociables par nature, mais leur titrisation les convertit en actifs liquides à long terme beaucoup plus rémunérateurs puisqu'ils incorporent des gains en capital. Les banques développent alors, pour valoriser les actifs, tous les procédés imaginables de démultiplication de l'effet de levier. Les rehaussements imbriqués de garanties, les notations flatteuses permettent d'adosser aux créances initiales de nouveaux actifs utilisables comme du capital, sur lequel peuvent se greffer de nouvelles émissions de dette, et ainsi de suite. Ces risques déplacés hors bilan, fractionnés et restructurés de manière opaque, sont logés dans des structures de cantonnement *ad hoc*, SIV (*structured investment vehicles*) ou *conduits*, qui isolent en principe la banque du risque de faillite. Toutefois, la vente des titres ainsi créés, les CDO (*collateralized debt obligations*) de RMBS (*residential mortgage backed securities*) par exemple, distribue les risques entre un grand nombre d'investisseurs peu conscients de leur contenu et de leur ampleur.

Lorsque le prix du sous-jacent chute, tout l'édifice des actifs financiers à effet de levier s'effondre.

■ Les politiques de stabilisation financière

Les moyens de prévention et de résolution des crises financières et bancaires se sont perfectionnés et systématisés. Le Comité de Bâle a multiplié les recommandations internationales : le concordat de 1974 établit le principe de la responsabilité des autorités du pays d'origine d'une banque internationale dont les succursales installées à l'étranger sont défaillantes. En 1988, le Comité a proposé la convergence des réglementations prudentielles des différents pays et, pour les banques à activité internationale, un minimum de 8 % de fonds propres en proportion des actifs pondérés par leur risque (ratio Cooke). Le Comité a contribué à la formation de systèmes nationaux de supervision bancaire rigoureux en diffusant depuis 1997 les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*. L'accord Bâle II de 2006 a généralisé les ratios d'adéquation du capital aux risques de crédit, de marché et opérationnel, et validé les modèles d'évaluation (par les banques elles-mêmes) des probabilités de pertes inattendues. Mais, globalement, les fonds propres des banques qui atteignaient 8,5 % des actifs en 2007 sont tombés à 7,3 % au début 2008, ce qui ne renforce sûrement pas la stabilité financière.

Dans la crise financière américaine, les montages complexes font intervenir un nombre croissant d'opérateurs non bancaires, souvent moins rigoureux dans leur gestion, en tout cas peu ou mal surveillés par les régulateurs. Les *mortgage finance companies*, qui distribuent des prêts au logement résidentiel sans toujours vérifier le revenu des emprunteurs, ne sont pas assujetties à une charte, ni au contrôle prudentiel. Les rehausseurs de crédit *monoline* sont des sociétés d'assurances, sous-capitalisées par rapport aux banques vu le volume de leurs engagements. Les SIV ne sont que des fonds communs de créances sans personnalité juridique ni fonds propres. Leurs *sponsors*, responsables plus ou moins attentifs de leur refinancement, changent au gré des difficultés entre banques commerciales, banques d'investissement, *mutual funds* ou même *hedge funds*. Le seul régulateur

commun à ces instruments et montages complexes est la Securities and Exchange Commission (SEC), et non pas les régulateurs bancaires. Or, la SEC ne dispose d'aucun moyen pour déceler et encore moins traiter une crise systémique. Les régulateurs bancaires (Fed, OCC, FDIC), mieux armés pour ce rôle, ne peuvent intervenir puisque les institutions concernées ne sont pas des banques. La multiplicité des régulateurs trouve ici ses limites.

Les banques centrales se sont efforcées de préserver leur crédit dans des opérations de sauvetage de banques défaillantes. Elles se cantonnent à leur rôle de prêteur en dernier ressort. Mais entre la politique activiste de la Fed qui réduit fortement ses taux d'intérêt, la Banque d'Angleterre qui les diminue mollement, la BCE qui les laisse inchangés ou la Banque de Suède qui les augmente, force est de relever un manque évident de coordination. De toute façon, les banques centrales peuvent, au mieux, résoudre des crises de liquidité mais pas des crises de solvabilité.

Ce dernier rôle échoit à l'État lui-même à travers des opérations de recapitalisation avec garantie publique. Les sauvetages de banques, même celles reconnues *too big to fail*, avaient disparu depuis le *bailout* de la Continental Illinois en 1984, mais la reprise de la banque d'investissement Bear Stearns assistée par la Fed en 2008 crée un étrange précédent. La nationalisation de la Northern Rock, le renflouement par les *Länder* allemands de banques publiques (Sachsen LandesBank, Westdeutsche LB) au moyen d'aides d'État ravivent cette pratique pourtant condamnable au regard du traité européen (article 87). Cependant, si l'État ne sauve plus qu'occasionnellement les banques de dépôt défaillantes, en organisant leur rachat plutôt que leur fermeture, la banque centrale se fait prêteur en dernier ressort pour pratiquement tous les intermédiaires financiers non bancaires en détresse : maisons de titres, *prime brokers*, caisses d'épargne (S&L), *hedge funds*, *mortgage finance companies*, banques d'investissement (Bear Stearns). Un pas de plus peut encore être franchi si demain les États ressuscitent, afin de restaurer la stabilité financière, les anciennes *bridge banks*

(Reconstruction Finance Corporation de 1934, Resolution Trust Corp. de 1989, Consortium de réalisation de 1995) pour résorber les titres dépréciés de la crise des « *subprimes* ».

Ainsi, la clé de l'enchaînement des crises financières paraît bien résider dans l'impossibilité de mettre en œuvre des mesures préventives et coercitives, car les profits réalisés par les agents qui participent au grand jeu de la valorisation des actifs dans les périodes d'euphorie les rendent aveugles à la montée des risques. Aucune autorité, jusqu'à présent, n'a réussi à imposer à l'avance des comportements prudents pour tenter de prévenir les effets des désastres futurs.

Notes

1. *Laboratoire d'Analyse et de recherche économiques – Économie et finance internationales*
2. C.P. Kindleberger, *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*, Basic Books, 1978, (traduction française, PAU, 1994) ; J.K. Galbraith, *A short history of financial euphoria*, Knoxville, Tennessee, Whittle, 1990, (traduction française, Le Seuil, 1992).
3. Voir par exemple : C. Goodhart & P. J. R. Delargy, « *Financial Crises : Plus ça change, plus c'est la même chose* », *International Finance*, vol.1 (2), 261-87, December 1998 ; P. Artus, *Les incendiaires - les banques centrales dépassées par la mondialisation*, Perrin, 2007.
4. *Les contributions les plus classiques ont été réunies par Michael Bordo dans Financial crises*, Aldershot, Edward Elgar, deux volumes, 1992. Voir aussi S. Altdorfer, B. Koechler & M. Duckenfield, eds, *History of financial disasters, 1763-1995*, London, Pickering & Chatto, 3 volumes, 2006
5. *Avant la guerre civile, crises de 1793, 1797, 1810, 1815, 1819, 1825, 1833, 1837, 1839, 1847, 1857* (Ohio Life Insurance & Trust Company). *Après l'instauration du National Banking Act (1863), crises de 1873* (Warehouse Security ; Jay Cooke ; Union Trust), 1893 (National Cordage Trust Company), 1907 (Knickerbocker Trust Co; Trust Company of America). *Depuis la création du Système de réserve fédérale en 1913, quatre paniques bancaires se sont*

produites en 1930 (*Bank of the United States*), 1932 (*banques de Chicago*) et 1933.

6. 1793, 1797, 1810, 1825, 1837, 1847, 1857, 1866 (*Overend Gurney*).
7. 1847-1848, 1857, 1864, 1882 (*Union générale et banques lyonnaises*). La France a aussi connu trois vagues de paniques bancaires de 1930 à 1932 au cours desquelles quelque 40 % des établissements bancaires et financiers ont disparu. Voir notre article : « La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficaces ? Une étude exploratoire des années 1930 », *Revue d'économie politique*, 115 (5), 2005, 633-656.
8. F.S. Mishkin, C. Bordes, P.-C. Hautcoeur & D. Lacoue-Labarthe, *Monnaie, banque et marchés financiers*, 8^e édition, Paris, Pearson, 2007, chapitre 8.
9. John Pierpont Morgan en a été l'organisateur spontané, en dehors de toute sollicitation de l'État, lors de la panique de 1907. Voir R. F. Bruner & S. D. Carr, *The panic of 1907 – Lessons learned from the market's perfect storm*, Hoboken N. J., Wiley, 2007.
10. Parmi les roque traders célèbres, T. Iguchi a fait perdre

1,1 milliard de dollars chez Daiwa à New York ; N. Leeson à Singapour 1,3 à la Barings en 1995 ; Y. Hamanaka 2,6 à la Sumitomo Corp en 1996 ; J. Rusnak 691 millions chez Allied Irish en 2002. Le record appartient pour le moment à J. Kerviel, la Société générale ayant annoncé 4,9 milliards d'euros de pertes en 2008.

11. C.-J. Lindgren, G. Garcia & M. Saal, *Bank soundness and macroeconomic policy*, Washington, IMF, 1997.

12. Coefficient de rendement $ROA = \text{profit net après impôt/actifs}$. Coefficient de rentabilité $ROE = \text{profit net après impôt/fonds propres}$. Multiplicateur de fonds propres $EM = \text{actifs/fonds propres}$ (Une mesure de l'effet de levier). Par construction, $ROE = ROA \times EM$. Si ROA est constant, quand les fonds propres diminuent pour des actifs constants ou quand les actifs augmentent pour des fonds propres inchangés, EM s'accroît, ROE augmente.

13. Le modèle traditionnel de la banque se résume par la formule «buy-and-hold»: acheter un actif et le détenir, avec son rendement et ses risques, jusqu'à sa maturité; un nouveau type de comportement «originate-to-distribute», conduit la banque à créer un actif, moyennant commissions, et à en transférer les risques sur d'autres agents, tout en gardant un droit sur son rendement.