

Crises financières, théorie et témoignages

E.P. Davis,

Division économique, Banque d'Angleterre

De récents problèmes financiers, tels que la crise de la dette et le krach boursier, ont à nouveau fixé l'attention sur les causes, la nature et les conséquences des périodes de désordre financier. Quelle est la réponse politique appropriée, et comment peut-on éviter de telles crises potentielles¹ ? Les périodes d'instabilité sont-elles des « événements exceptionnels », ou bien peut-on discerner des caractéristiques communes ? Cet article tente de mettre en lumière ces problèmes, en analysant quatre périodes d'instabilité financière sur les euro-marchés, en relation avec la théorie économique des crises financières (dont une grande part a été développée comme une partie de l'analyse de la Grande Dépression).

Les euro-marchés sont un véhicule particulièrement adapté à l'analyse, car les intermédiaires, les emprunteurs et les prêteurs n'ont pas été, historiquement, sujets à des réglementations restrictives sur l'accès, la capitalisation ou du prêt. Les marchés nationaux eux-mêmes ressemblent de plus en plus aux euro-marchés, alors que se mettent en place une compétition accrue, l'innovation et la dérégulation, impliquant un rapport plus large avec les modèles de fonctionnement observés sur les euro-marchés.

3

LES THÉORIES DE LA CRISE FINANCIÈRE

L'approche monétariste

Les monétaristes identifient les crises financières aux paniques du système bancaire, qui peuvent entraîner une contraction monétaire ou aggraver les

¹ Nous insistons sur le terme « potentielles » car les événements examinés, bien que perturbateurs, ne conduisent pas intrinsèquement à des dépressions macro-économiques, à un effacement financier généralisé et à un dysfonctionnement du mécanisme des paiements, contrastant en cela avec les crises d'avant-guerre qui ont, quant à elles, entraîné de tels résultats. L'article suit en cela Schwartz (1985) qui a décrit les récents événements comme de « pseudo-crisis financières », bien qu'il ne soit pas d'accord avec sa conclusion selon laquelle de telles pseudo-crisis n'avaient aucune importance.

effets d'une contraction monétaire antérieure sur l'activité économique. Friedmann et Schwartz (1963), par exemple, ont constaté que sur six contractions majeures aux Etats-Unis entre 1867 et 1960, quatre d'entre elles étaient associées à de fortes perturbations bancaires ou du système monétaire. On a estimé que la panique bancaire résultait d'une perte générale de confiance en la capacité des banques à convertir les dépôts en liquidités. Cette perte de confiance était souvent causée par la faillite d'une institution importante qui, à son tour, a pu être provoquée par l'échec des autorités à poursuivre une politique monétaire stable et prévisible. Eu égard aux réserves infimes, les tentatives du public pour augmenter la fraction de ses avoirs monétaires ne peuvent être satisfaites que par des contractions multiples des dépôts, à moins d'une suspension de la convertibilité des dépôts en liquide, ou d'une intervention des autorités (en général, des opérations sur l'open-market). Une panique peut conduire à des faillites bancaires générales, à moins que la Banque centrale n'agisse pour accroître la masse monétaire, tandis que les banques saines sont poussées à l'insolvabilité par la baisse de valeur de leurs avoirs due à une ruée sur les liquidités. Bien entendu, la mise en place d'une assurance sur les dépôts a beaucoup fait pour alléger les dangers d'un tel syndrome, puisqu'elle a dissipé les craintes du public sur leur capacité à convertir les dépôts en liquide. Cagan (1965) a souligné que les crises ne tendaient pas à être la cause de phases économiques descendantes tant qu'elles inclinaient à suivre les pointes d'activité, bien que la contraction monétaire concomitante aurait pu aggraver cette baisse. De plus, quelques paniques se sont produites sans baisses sévères, et réciproquement, prouvant que la panique n'est ni nécessaire ni suffisante à une grave contraction.

4

Dette et fragilité financière

L'approche monétaire ne souligne que les facteurs monétaires et regarde les réels effets des crises comme étant principalement l'accélération des baisses entraînées par d'autres forces. Une autre approche considère les crises financières comme un élément essentiel du tournant du cycle économique — une réponse à de précédents « excès », qui peut agir par l'intermédiaire de nombreux marchés financiers.

Fisher (1933) attribue la phase descendante du cycle économique au surendettement et à la déflation. Le mouvement ascendant est dû à un facteur exogène conduisant à des occasions accrues d'investissements rentables (ce que Kindleberger (1978) a appelé un « déplacement »). Cela conduit à accroître les investissements fixes ainsi que la spéculation sur les marchés de capitaux financiers. Le processus est financé par la dette, principalement par des prêts bancaires, ce qui augmente les dépôts, l'offre de monnaie et le niveau des prix. La vitesse de circulation s'accroît également, alimentant en outre l'expansion. Les prix en hausse réduisent la valeur réelle de l'encours de la dette, compensant l'augmentation de la dette nominale, et favorisant de futurs emprunts. Cela conduit à un état de « surendettement », c'est-à-dire un degré d'endettement qui multiplie outre mesure les risques d'insolvabilité (autrement dit, un état d'endettement, entraînant une valeur actuelle négative

de la valeur nette des emprunteurs, dans plusieurs états de la nature). Lorsque les agents ont des liquidités insuffisantes leur permettant de faire face à leurs engagements, une crise peut se déclencher, peut-être provoqué par une hausse des taux d'intérêt. Les débiteurs incapables de payer leur dette et de refinancer leurs positions peuvent être obligés par leurs créanciers à liquider leurs biens (« ventes de détresse »). Si cela se répand, et en l'absence d'une intervention de prêteur-en-dernier-recours des autorités monétaires, cela entraîne d'autres crises et une dépression profonde ; que l'ensemble de la communauté procède à des « ventes de détresse », et cela conduit à des prix en baisse, à un déclin des dépôts bancaires, alors que les prêts sont supprimés. La déflation accroît la valeur réelle de l'encours de la dette. Si les taux d'intérêt nominaux sont « collés », les taux réels augmentent. Cela peut provoquer des ruées vers les guichets, alors que les craintes sur leur solvabilité s'accroissent, en particulier lorsque la chute des prix réduit la valeur nette des sociétés et de leurs bénéficiaires, et conduit à la banqueroute.

Minsky (1982) a détaillé l'approche de Fisher et a introduit le concept de « fragilité », pour tenter de clarifier le problème du surendettement pendant un cycle ascendant. La fragilité dépend premièrement du mélange des finances de couverture spéculatives et de « Ponzi » ; deuxièmement de la liquidité des portefeuilles ; troisièmement de la mesure dans laquelle les investissements en cours sont financés par la dette. Il y a financement de couverture lorsque les engagements pour le service de la dette en unité de trésorerie sont tels que les recettes de caisse excèdent les paiements au comptant sur une longue période ; le financement spéculatif entraîne, sur une courte période, des paiements qui sont supérieurs aux recettes de trésorerie ; le financement de « Ponzi » prend place lorsque la part d'intérêt des engagements de paiement au comptant dépassent les recettes de caisse. Un groupe « Ponzi » doit accroître sa dette pour faire face à ses engagements en cours. Pour les groupes spéculatifs et de « Ponzi », une hausse du taux d'intérêt peut entraîner une valeur nette négative et l'insolvabilité. Comment le mécanisme opère-t-il ? Dans la phase ascendante, la demande d'investissements nouveaux conduit à une demande excessive de financement, qui augmente les taux d'intérêt, bien que ceci soit partiellement compensé par des innovations financières et monétaires (donnant une offre de monnaie élastique et une vitesse de circulation flexible), lesquelles accroissent l'offre de financement pour de futurs investissements. Des taux d'intérêt plus élevés créent une fragilité via une augmentation du financement de la dette, une transformation de la dette du long terme au court terme, un changement de la couverture à la spéculation, ou au financement « Ponzi », et une réduction des marges de sécurité des institutions financières. D'autres augmentations des taux d'intérêt peuvent causer une crise du refinancement pour des sociétés incapables de surmonter leur dette, conduisant au cycle de « vents de détresse » de Fisher.², à moins que la banque centrale n'intervienne.

² Voir aussi Bernanke (1983), qui suggère que le principal mécanisme de transmission des faillites bancaires sur l'économie reposait sur la capacité réduite du secteur financier à répartir des fonds.

Finalement, Kindleberger (1978) a insisté sur l'importance de « l'euphorie » pendant le mouvement ascendant, ce qui conduit les banques à provisionner leurs risques de manière insuffisante, ainsi que les investisseurs, à un degré élevé d'activité spéculative. Les prix des valeurs suivent la réalité de très près mais deviennent progressivement plus exagérés.

En plus de la fixation faite sur l'intervention du « prêteur en dernier ressort », les implications politiques de l'approche par la fragilité financière incluent également une limitation des avantages fiscaux de la dette par rapport aux capitaux propres.

Anticipations rationnelles

Il y a eu quelques tentatives pour donner aux crises un modèle incluant des anticipations rationnelles. D'après ces modèles, les manies (telles qu'elles sont définies dans les approches de fragilité financière) sont vues comme des bulles spéculatives rationnelles, les ruées (le facteur-clé des monétaristes) étant une attaque spéculative sur un système de fixation des prix, et une panique est une ruée dont la durée est imparfaitement prévue. Par exemple, les définitions d'une bulle raisonnable³ (Blanchard et Watson, 1982) incluent de façon typique une probabilité présumée selon laquelle la bulle demeurera, ou éclatera. Tant que la bulle dure, le rendement moyen doit être supérieur au risque des taux libres, pour compenser le risque d'un krach. *A fortiori*, cela sera vrai pour les agents répugnant à prendre des risques — en effet, alors que la probabilité d'un krach pourrait s'accroître dans le temps, les prix devront augmenter exponentiellement pour compenser, non seulement la probabilité plus grande d'une chute, mais aussi le risque accru pour ceux qui détériorent des biens (on peut opposer cette théorie à la large définition de « l'euphorie » de Kindleberger où les prix des valeurs perdent progressivement le contact avec les fondamentaux d'une façon « irrationnelle »).

Les ruées sont également explicables en terme d'anticipations rationnelles (Flood et Garber, 1981) — une ruée étant un événement qui met fin à un plan de fixation des prix. Un agent (par exemple une banque) peut être prêt à acheter ou à vendre un bien à un prix fixe donné (c'est-à-dire fixe le coût des dépôts en terme de monnaie nationale). Les chances de succès du plan dépendent du stock de biens détenu par l'agent. Si d'autres agents considèrent que la fixation des prix est temporaire, et que ces prix montent éventuellement (ils auront une perte en capital sur leurs dépôts), ils abaisseront le stock (des réserves) renforçant le plan de fixation des prix. Autrement dit, ils diminueront le stock jusqu'à la valeur nette de la société soit nulle. Si le stock est rapidement réduit, c'est une ruée (conduisant à la fermeture), bien que tous les déposants (ayant une parfaite clairvoyance) soient remboursés sans pertes⁴. On peut élargir la théorie en introduisant des risques calculés

³ « Des bulles rationnelles » s'ensuivront si une « condition oblique » de longue haleine échoue, si bien qu'une multiplicité de solutions rationnellement prévisibles est possible (Mac Donald et Taylor 1989).

⁴ Dans ce cas, on satisfait à la « condition oblique », si bien qu'il n'y a pas de multiples solutions prévisibles — la « ruée » est juste un saut sur le chemin « rationnellement prévisible ».

admettant des pertes pour les déposants (paniques), mais seulement jusqu'au point où un événement soudain a conduit directement et proportionnellement à des pertes réelles dépassant la valeur nette de l'institution.

Incertitude

L'incertitude se rapporte aux événements futurs, tels que crises financières et changements de régime politique, non susceptibles d'être réduits à des probabilités objectives, et fournit également des occasions de faire des bénéfices sur les marchés compétitifs (*voir Knight, 1921 ; Meltzer, 1982*). Ces aspects sont étudiés tour à tour ci-dessous.

Il n'y a pas de théorie précise sur la manière dont les décisions sont prises sous le règne de l'incertitude. On peut l'ignorer (si les événements sont réputés avoir une probabilité d'apparaître suffisamment basse, et que l'information est coûteuse à obtenir). D'un autre côté, on peut appliquer des probabilités subjectives, accompagnées d'une prime de risque couvrant des événements adverses inattendues. Dans les deux cas, le public a tendance à se surveiller et à ne pas dévier trop largement de la norme en termes de facteurs pris en compte, et du poids qu'il lui accorde. Lorsque la foule se trompe, c'est ainsi qu'a lieu la crise, mais il n'y a aucune base objective pour prouver, avant qu'elle n'ait lieu, que la foule aura tort ⁵.

En termes d'occasions de faire des profits, si toutes les probabilités étaient connues, et les risques diversifiés, on ne ferait pas de profits. On réalise des bénéfices en innovant et en recherchant des occasions, lorsqu'il y a informations irrégulières et incertitudes. Ces processus ⁶ caractérisent de plus en plus les marchés financiers. Que le processus conduise à la crise ou non dépend de la forme de la « destruction » — si des innovateurs prennent des parts de marché à des sociétés incapables, et que des sociétés sont convenablement capitalisées. Cela n'arrivera pas, mais cela se produira si la détérioration de la qualité des bilans suit le processus innovant, ou si les intermédiaires financiers n'arrivent pas à comprendre les propriétés des innovations financières. L'incertitude a de fortes chances d'augmenter en raison de ce processus d'innovation, et de là, elle pourrait être plus forte sur des marchés non régulés comme les euro-marchés, où l'innovation est libre des restrictions de la conception du produit. Lorsque l'incertitude est réduite et que les profits diminuent, l'innovation peut réapparaître, exposant le marché à de nouvelles incertitudes (*voir aussi le débat sur l'innovation et le risque dans BRI, 1986*).

Un niveau accru d'incertitude peut conduire à une perte de confiance dans les institutions financières (il est remarquable que la confiance ne joue aucun rôle dans un modèle de « prévisions rationnelles » accompagné de probabilités stationnaires). La confiance augmente tant que les innovateurs reçoivent

⁵ Dans la finance, on peut rationaliser jusqu'à un certain point le phénomène de « troupeau » si toutes les (grandes) banques s'attendent à être secourues lors d'une crise du système, alors qu'une banque allant seule dans une direction différente serait autorisée à faire faillite (*Price, 1985*).

⁶ Que Shafer (1986) a soulignés, sont semblables à la « destruction créative de l'innovation » de Schumpeter (1942).

des profits et que l'on initie leurs pratiques. Des événements inopinés défavorables, étant données l'incertitude et l'information incomplète, peuvent provoquer des modifications dans la confiance, et par conséquent des poussées qui affectent des marchés, garanties bien plus qu'il n'y paraît par leur signification intrinsèque, car elles conduisent à une nouvelle conception des processus de décision, aussi bien que des décisions elles-mêmes. Cela aide à expliquer la grande diversité des causes rapprochées des crises financières.

Les recommandations politiques basées sur les leçons de l'approche « incertitude » (Shafer, 1986) comprennent une réduction de l'incertitude en évitant une politique macro-économique instable (et aussi micro-économique — par exemple —, de soudains changements dans le niveau d'assistance à certains secteurs tels que l'agriculture), et en exerçant une surveillance ferme et prudente afin de contrôler le comportement hasardeux des institutions financières.

Rationnement du crédit

Les paradigmes de l'encadrement du crédit (Guttentag et Herring, 1984a) suggèrent que les crises financières sont caractérisées par des aggravations soudaines du rationnement, à la fois par les prix (c'est-à-dire des primes de risque plus élevées), et par la quantité, soit (selon Stiglitz et Weiss, 1981) des limites absolues de l'emprunt résultant des différences d'informations entre l'emprunteur et un prêteur (qui maximise son profit), et du manque de contrôle de l'emprunteur par le prêteur. De telles aggravations peuvent succéder à des périodes où, précédemment, le rationnement a été poussé à un point extrême.

En étendant les théories soulignant l'incertitude, ci-dessus mentionnées, on fait une distinction supplémentaire entre, d'une part, les risques systématiques du marché tels que la récession et, de l'autre, les crises financières — la dernière étant sujette à une incertitude bien plus grande que celle déjà mentionnée ⁷.

Dans le cas d'une récession, on suggère que l'on connaît les probabilités objectives, et que les probabilités subjectives tendent vers les objectives, car les conséquences défavorables sont suffisamment fréquentes pour garantir qu'un intermédiaire sur-optimiste soit éliminé du marché (cela suppose toutefois une vue à long terme); mais, en ce qui concerne les crises financières et d'autres événements aléatoires, il n'y a pas de telles présomptions: la concurrence peut éliminer du marché des créanciers prudents par ceux qui ne tiennent pas compte de la probabilité d'une crise financière, par ignorance, ou par avantage concurrentiel ⁸.

On pourrait identifier de nombreux facteurs psychologiques sous-jacents à

⁷ Car les participants aux récessions, soit connaissent les mécanismes sous-tendant les profits sur investissement, soit peuvent inférer des probabilités objectives de la fréquence de distribution des bénéfices.

⁸ On peut donner comme exemple « les prédateurs » dont les évaluations éliminent les autres sociétés du marché (voir Davis, 1988, pour une analyse d'un tel comportement compétitif et des risques associés sur le marché des euro-obligations).

ce modèle, en particulier une tendance à calculer les probabilités, avec cette aisance avec laquelle les événements passés reviennent en mémoire, mémoire qui décline avec le temps, aussi bien que des facteurs institutionnels tels que ces courtes périodes pendant lesquelles les gestionnaires de crédits sont comparés, ainsi que l'asymétrie des résultats pour les dirigeants et les actionnaires. Ces tendances, qui entraînent un déclin des probabilités subjectives de chocs durant les périodes de calme, peuvent conduire à des positions de capital en baisse, à une réduction du rationnement par les prix et du rationnement quantitatif du crédit, et de là à augmenter la vulnérabilité objective des créanciers aux chocs. Les probabilités subjectives et objectives peuvent ainsi dériver largement durant une période de calme, jusqu'à ce qu'un choc conduise à une brusque aggravation de l'encadrement du crédit, provoquant une crise, tandis que les prêteurs deviennent conscients de leur imprudence.

Les recommandations politiques fondées sur cette analyse sont favorables à un contrôle direct des ratios de capital des banques (c'est-à-dire une surveillance prudente) — mais à condition qu'on puisse utiliser des mécanismes supplémentaires afin d'éviter une « myopie des désastres ». La responsabilité en reviendrait à la fois aux surveillants qui doivent rester vigilants et aux banques qui doivent faire évoluer leurs structures stratégiques prévisionnelles afin de compenser les tendances soulignées plus haut, vers le court-termisme (*Guttentag et Herring, 1984*).

9

On a esquissé cinq approches des crises financières. Bien que se remplaçant partiellement (en particulier l'approche monétariste contre la fragilité financière, et celle des prévisions rationnelles contre celle de l'incertitude), ces approches sont également, jusqu'à un certain point, complémentaires. Par exemple, l'incertitude et le rationnement du crédit peuvent aider à la compréhension du déclenchement des crises, par les tous premiers mécanismes macro-économiques.

DÉSORDRE FINANCIER SUR LES EURO-MARCHÉS

La crise interbancaire du milieu des années 70

Le marché international interbancaire a rapidement grandi au tout début des années 70 — les crédits interbancaires en devises aux banques au BRI européen ont augmenté de 9 milliards de dollars en 1970 à 21,8 milliards de dollars en 1974 (*voir Johnston, 1983*). Dans ce contexte, en 1974, les pertes de nombreuses banques étaient liées à d'imprudentes transactions de change, et à une appréciation des risques inadéquate. Après la généralisation des cours de change flottants de mars 1973, de nombreuses banques commerciales ont élargi leurs positions de change. Par exemple, l'instabilité monétaire a accru la demande de couverture à terme des sociétés non bancaires. Puisqu'on ne pouvait pas toujours nouer les contrats sur les marchés à terme, les banques

avaient souvent satisfait leurs clients en se « couvrant » elle-mêmes par des transactions de change spots et aussi par des emprunts en euro-devises. Le prix du pétrole a accru la volatilité des marchés, et a perturbé les structures des flux de capitaux. De nombreuses banques ont été surprises par une dépréciation inattendue de plusieurs devises, liée à un resserrement de la politique monétaire des Etats-Unis. Il y eut une sérieuse faillite bancaire à la Bankhaus Herstatt de Cologne en juin 1974. On a également vu des pertes de change à la Franklin National Bank, la Lloyds Bank de Lugano, la Banque de Belgique, et la Westdeutsche Landesbank. Les comptes sont sortis d'opérations de change interdites, menées par du personnel relativement subalterne, ainsi que d'une spéculation à haut risque, tandis que les banques tentaient de recouvrer leurs pertes.

La crise de Herstatt a soulevé des questions sur les positions et les opérations internationales des banques. A l'origine, la confiance a baissé sur le marché interbancaire, et de nombreuses banques ont commencé à évaluer leurs prêts interbancaires de manière beaucoup plus détaillée. Elles ont eu tendance à faire une nette distinction entre les standings de crédit de différentes institutions, occasionnant aux taux d'intérêt interbancaires l'expérience d'une graduation prononcée. Il y eut pendant quelque temps une inquiétude généralisée quant à la stabilité du système bancaire international⁹. En conséquence, les gouverneurs des banques centrales du G10 et de la Suisse ont exprimé, en septembre 1987, leur engagement en faveur d'un maintien de la stabilité des marchés. Ce mouvement ne garantissait pas une intervention automatique du prêteur en dernier ressort, mais indiquait réellement l'empressement des banques centrales à intervenir dans une crise. L'absence d'autres faillites bancaires a également aidé à stabiliser le marché des euro-devises au début de l'année 1975.

La crise de la dette

Pendant les années 70, de nombreux pays ont accru leur demande de financement extérieur, largement en raison de brusques augmentations du prix du pétrole par rapport aux autres matières premières et aux produits manufacturés. Les excédents de l'OPEP étaient pendant ce temps investis dans le système bancaire, et pas sur les marchés boursiers¹⁰. Résultat partiel

9 Lepetit (1982) note : « Dans le cas Herstatt, il semble que les autorités allemandes aient voulu donner une leçon aux spéculateurs, aussi bien qu'aux banques en affaires avec les spéculateurs. Mais le système de compensation américain s'est pratiquement effondré avec Herstatt le 26 juin 1974 ; on a déconnecté l'ordinateur CHIPS, et les banques américaines ont dû échanger des chèques pendant toute la nuit, puis utiliser l'impossible formule des transferts conditionnels ».

10 De toute manière, ainsi que l'ont remarqué Briault et Bond (1983), il serait faux de voir les banques comme de simples recycleurs de fonds. Premièrement, la corrélation entre les prêts et les dépôts de l'OPEP est très imparfaite. Deuxièmement, les banques sont, à l'évidence, agressivement avides de dépôts ainsi que de prêts, encouragées par des facteurs tels que : un intérêt accru vers la croissance des bilans plus que vers la seule rentabilité ; le changement de la gestion de l'actif pour celle du passif ; la capacité à faire des subventions croisées pour le commerce international, en provenance de profits réalisés sur les marchés domestiques d'oligopoles, et de « l'assurance » fournie aux déposants par les banques via leurs capitaux ; également d'une sous-estimation des risques — notamment de la corrélation potentielle entre les risques souverains lorsque les conditions économiques sont détériorées — et de l'intensité de la compétition sur le marché, ce qui limite l'expansion.

de ces développements : le crédit consortial est devenu le vecteur préféré des banques pour les prêts internationaux, puisqu'il a permis aux banques de faire face à la demande faite au système financier pendant les années 70, en mobilisant de considérables quantités de fonds sans trop de complexité ni de délai. De toute façon, rétrospectivement, la simplicité des crédits consortiaux a également attiré vers les prêts internationaux un plus large éventail de banques et d'emprunteurs qu'il ne serait souhaitable, tandis que de nombreux prêts ont été faits avec une marge très réduite, c'est-à-dire qu'il y avait une espèce de poussée à la hausse, et un glissement des standards de crédit. Vers 1979, on a donc mis en place les conditions suivantes : hauts niveaux de crédit, marges très basses, faible rémunération du capital, ou faible capacité des emprunteurs à rembourser, un large éventail d'emprunteurs de qualité de crédit variable obtenant des crédits (mais une concentration de crédits au Mexique, au Brésil, en Argentine et en Corée du Sud).

Le choc pétrolier de 1979-1981 et le ralentissement de la croissance économique mondiale qui en a résulté, a nui aux projets des pays en voie de développement. Le coût du service de la dette a brusquement augmenté, alors que des modifications de la politique monétaire des Etats-Unis à la fin de 1979 (le changement pour un système visant à des réserves non empruntées), a porté les taux d'intérêt du dollar à des niveaux anormalement élevés, et le dollar s'est fortement apprécié. Tandis que surgissaient des difficultés pour le service de la dette, la confiance dans le marché a été fortement ébranlée. Les marges ont augmenté pour les emprunteurs de seconde classe, les échéances ont été rapprochées, et le nombre de crédits a chuté. La crise de la dette a commencé effectivement avec le « choc » de la soudaine suspension, par Mexico, du service de sa dette extérieure, en août 1982. Par la suite, il devint plus difficile à de nombreux pays lourdement endettés de faire des emprunts, en particulier en Amérique latine (c'est-à-dire que le rationnement par la quantité s'est fortement appliqué). De toute façon, les banques centrales intervinrent pour éviter une crise du marché interbancaire, en persuadant les banques créancières de suspendre leurs plaintes contre les banques mexicaines (*Price, 1985*), et la Réserve fédérale a assoupli sa politique monétaire, réduisant nettement les taux d'intérêt.

La crise sur le marché des effets à taux flottant

Les origines du marché des effets à taux flottant (définis comme des obligations à moyen terme assortis d'un taux d'intérêt flottant qui est réajusté à intervalles réguliers par rapport à un certain taux du marché préfixé) remontent aux années 60, lorsque les banques les ont utilisés comme un moyen de collecter des fonds à court ou moyen terme, afin de soutenir leurs opérations de prêts internationaux. Pendant les années 80, une impulsion majeure a été donnée par la crise de la dette qui a conduit à un net déclin des nouveaux prêts, et des flux de capitaux dans les banques internationales. En tant que substituts des prêts consortiaux (dans les portefeuilles des banques et comme passif des entreprises et des gouvernants) les émissions de « titres flottants » ont augmenté de manière importante de 1981 à 1985. Les principaux

émetteurs de titres flottants étaient les gouvernements et les banques (les entreprises préféraient émettre à taux fixe). Les banques cherchaient à émettre des titres subordonnés et/ou des créances perpétuelles afin d'augmenter leurs capitaux propres, mais elles essayaient également de réduire la disparité des échéances de leurs prêts internationaux. Les banques sont également apparues comme des investisseurs majeurs sur le marché des « titres flottants », détenant une large proportion de l'encours de papier. La crise des titres flottants commença par une nette chute des prix, en décembre, 1986, dans le secteur des titres perpétuels, que l'on a imputée à la réévaluation, par les investisseurs, des caractéristiques boursières de ces instruments, aussi bien qu'aux craintes que la ligne directrice du Comité Cooke sur les capitaux des banques internationales déduirait toute participation du capital propre, une offre excessive de titres étant donnée la taille des investisseurs, une sous-évaluation des prix d'émission, eu égard au risque et de faux espoirs de liquidité, vue la taille du marché. Au commencement de la crise, on s'attendait à ce que le problème puisse être résolu par une interruption des émissions, suivie par un ajustement des termes (Fisher, 1988). Mais des positions garanties ébranlèrent le marché. Des rumeurs de ventes considérables s'auto-alimentaient, et les prix tombèrent en chute libre, alors que les faiseurs de marché se retiraient. La vente à découvert n'a fait qu'aggraver la situation.

Une crise semblable frappa un mois plus tard le secteur plus large des valeurs à échéance fixée, les rendements montèrent en flèche, et émettre devint virtuellement impossible. Bien que les problèmes du secteur perpétuel n'aient pas été étrangers au déclenchement de ce processus, les problèmes de composition du capital, l'offre excessive et l'illusion de liquidité étaient également présents sur le secteur à terme fixé. Comme l'a décrit Muehring (1987), le marché a été soumis à une pression impitoyable à la baisse sur les rendements, qui tombèrent sous le Libor en 1986. Cela a obligé à exclure les banques en tant qu'investisseurs (elles ne pouvaient à cet égard acheter de « titres flottants » qu'en partant du principe qu'elles empruntaient au Libor), bien qu'elles détinssent 80 à 90 % des titres existants. Les chefs de file tentèrent de compenser les faibles marges par des innovations qui reposaient largement sur des jeux dangereux sur les taux d'intérêt, tandis que le trading augmentait nettement, dans une tentative des investisseurs à maintenir leurs profits — et qui aida plus tard à comprimer les marges. Les banques chargées de la prise ferme et les investisseurs supposèrent que les risques du marché n'étaient limités qu'au mécanisme de remplacement du coupon, et édifièrent de larges positions, manquant de remarquer que les profits étaient largement fonctions des conditions d'un marché haussier (il y avait alors l'illusion d'une sécurité par la liquidité). Finalement, on a supposé qu'il existait une base d'investisseurs derrière le secteur bancaire. Cela n'était pas le cas, si bien que la demande spéculative à court terme a été méconnue par les acheteurs de bonne foi. Après la crise, un nombre de plus en plus nombreux de faiseurs de marché se retirèrent, et la liquidité continua à faiblir. Le marché des titres flottants datés, comme celui des titres perpétuels, sont devenus moribonds depuis lors, à part quelques évolutions des émissions hypothécaires.

Le krach du marché boursier

Durant l'année 1987, les acteurs des marchés financiers devinrent de plus en plus affectés par la persistance de graves déséquilibres des comptes courants entre les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne. On craignait que ces déséquilibres ne poussent les investisseurs à répugner à détenir des dollars, entraînant une pression à la baisse sur le dollar, et des taux d'intérêt plus élevés aux Etats-Unis. De surcroît, on s'attendait encore à un accroissement de l'inflation mondiale, associée à la fois à une augmentation des prix des matières premières, et à une montée des liquidités dans des pays comme le Royaume-Uni et le Japon, accompagnée d'une appréciation des monnaies, cette dernière étant en partie un résultat des interventions officielles pour contenir le déclin du dollar, suivant les accords du Louvre. Par suite des craintes d'inflation, on a resserré la politique monétaire dans de nombreux pays. L'inquiétude du marché était aggravée par la coordination limitée des politiques macro-économiques, mises au point et reliées aux discordances politiques entre les Etats-Unis et certains autres pays à la mi-octobre. Une autre caractéristique notable, antérieure au krach, était la différence de rendement, qui allait croissant, entre les obligations gouvernementales et les actions cotées en bourse aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, ce qui impliquait, jusqu'à un certain point, la modification des portefeuilles, afin d'établir de nouveau des écarts plus normaux. La chute des prix des actions pourrait représenter un tel rééquilibrage des portefeuilles.

13

On pourrait exprimer une explication possible de la forte appréciation du prix des actions en 1987 en termes de déviation des déterminants fondamentaux de leur valeur. Les raisons de la surévaluation des actions sont difficiles à identifier, mais elles pourraient inclure les chutes du nombre d'actions en circulation dues au rachat de certaines d'entre elles ainsi qu'à la gestion des MBO aux Etats-Unis, et à la vague des fusions dans de nombreux pays. Des taux d'intérêt en baisse, des perspectives économiques soutenues, et une croissance forte de la monnaie et du crédit, ont également alimenté la croissance du prix des actions. Plus généralement, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, mais en particulier au Japon, il a pu se produire une bulle spéculative. Le facteur-clé sous-jacent était la conviction que des actions surpayées trouveraient toujours un acheteur aux prix courants, et que le niveau de liquidité serait toujours le même. Les bulles spéculatives ont eu tendance, au cours de l'histoire, à se dégonfler extrêmement rapidement, ainsi que cela se produisit le 19 octobre 1987. Il est remarquable qu'à ce moment-là, le consensus se faisait sur une chute des prix qui n'était pas proportionnelle aux modifications macro-économiques précédant immédiatement le krach (ainsi que l'auraient prédit les prévisions rationnelles) mais supérieure à ce qu'on avait promis, suggérant une révision des procédures de décision (ainsi que l'aurait prédit l'approche incertitude).

Pendant le krach, de nombreuses banques d'acceptation se retrouvèrent avec de larges tranches d'actions internationales en train de se dévaluer, après avoir appliqué des techniques « d'achats en bloc » aux émissions primaires. On craignait que les banques commerciales ne ferment les lignes de

crédit de ces maisons de titres, avec les conséquences potentielles sur le système, jusqu'à ce que l'annonce par la Réserve Fédérale qu'elle fournirait des liquidités abondantes, n'ait calmé les marchés. Il y eut aussi des conséquences sur le marché international des obligations, où les émissions ont nettement baissé, en particulier dans le secteur des obligations à warrants, et on vit une redistribution notable des taux relatifs aux obligations des Etats et des entreprises emprunteurs, certains de ces derniers ¹¹ se voyant exclus des marchés. D'un autre côté, les problèmes dans le secteur des euro-obligations, aggravés par le trouble de la bourse, ainsi que la nette augmentation pour les banques de l'afflux des dépôts de fonds soustraits aux marchés des valeurs, ont contribué à renforcer la compétition entre les banques sur le marché du crédit, qui fournissait une source de capitaux de rechange pour de nombreux emprunteurs exclus du marché boursier ¹².

UNE ANALYSE EMPIRIQUE COMPARÉE POUR LES PÉRIODES D'INSTABILITÉ

Cette section se consacre aux développements des indicateurs économiques majeurs durant les périodes voisines des crises.

14

TABLEAU 1

CROISSANCE DE L'ENDETTEMENT (indices)

Années avant les crises	t-4	t-3	t-2	t-1	t
1974 (croissance du marché interbancaire) ¹	100	152	201	217	232
1982 (croissance de l'endettement des pays en voie de développement) ²	100	124	152	180	200
1986 (croissance du marché des titres flottants) ³	100	109 ⁵	244 ⁵	398	502
1987 (croissance de la dette des sociétés commerciales américaines) ⁴	100	115	127	142	156

¹ Encours des crédits interbancaires en devises (banques inscrites). Source : BRI (1975).

² Evolution de l'endettement extérieur des pays en voie de développement hors OPEP. Source-BRI (1983).

³ Encours des réserves de titres flottants. Source : BRI.

⁴ Engagements totaux des sociétés commerciales américaines. Source : flux des capitaux américains.

⁵ Estimations.

¹¹ Cela fut en particulier le cas pour des entreprises très endettées, dont le nombre avait augmenté avant le krach, étant donné l'abondante disponibilité de crédit (Davis, 1987).

¹² Pour plus de détails sur les réactions des euro-marchés au krach, voir Davis (1989).

CRISES FINANCIÈRES, THÉORIE ET TÉMOIGNAGES

Les tableaux 1 à 4 examinent les précurseurs potentiels à plus long terme des crises financières. Le tableau 1 illustre la croissance de l'encours de l'endettement précédemment aux crises. Le tableau illustre l'expansion rapide du crédit durant les années antérieures à ces crises, expansion qui, ainsi que les comptes ci-dessus l'ont illustré (et comme l'ont souligné les théories de la fragilité financière) faisait partie intégrante des crises elles-mêmes.

TABLEAU 2

INDICATEURS D'ÉVALUATION DES RISQUES AVANT LES CRISES

Années avant les crises	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
1974 : marges interbancaires ¹	n/a	n/a	2,4	1,3	2,2	3,1
1982 : marges sur les crédits aux pays en voie de développement ²	1,6	1,3	1,0	0,9	1,1	1,0
1986 : marges sur les titres flottants pour les banques ³		0,23	0,19	0,14	0,17	0,19
1987 : marges sur les emprunts des sociétés ⁴						
crédits	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3
obligations	0,8	0,63	0,02	0,09	0,29	0,99

n/a = ne s'applique pas.

¹ Taux de l'eurodollar à 3 mois moins taux des bons du Trésor américain.

² Écart moyen entre des crédits consortiaux aux pays industrialisés et LIBOR.

³ Écart moyen sur le marché primaire entre des titres flottants à échéance fixée pour la dette des banques américaines et LIBOR.

⁴ Sociétés de l'OCDE ; écart entre les crédits en dollars et LIBOR ; écart sur les obligations du Trésor américain pour les obligations en eurodollars.

Quelle était la structure des marges ? Bien que les données ne puissent être définitives (les marges sont déterminées par de nombreux facteurs), le tableau 2 offre une timide preuve selon laquelle les critères d'appréciation des risques ont été relâchés à chaque occasion. La marge interbancaire en 1972-1973 était inférieure à celle de 1971 ; la marge sur les crédits aux pays en voie de développement et sur les « titres bancaires flottants » (excepté en la seule année 1986) a baissé avant leurs crises respectives. Les emprunts des sociétés, au moins pour les crédits consortiaux, ont été contractés avant 1987 en des termes progressivement plus généreux.

TABLEAU 3

RATIOS DE CAPITAL DES BANQUES COMMERCIALES

Années avant les crises		t-4	t-3	t-2	t-1	t
Banques EU *	1974	6,58	6,4	6,1	5,77	5,71
	1982	5,80	5,75	5,79	5,83	5,87
	1986	5,87	6,00	6,14	6,2	6,19
	1987	6,00	6,14	6,2	6,19	6,89
Banques GB **	1974	7,7	7,6	7,3	6,8	6,4
	1982	8,0	7,7	7,4	6,9	6,9
	1986	6,9	7,3	6,9	8,5	8,9
	1987	7,3	6,9	8,5	8,9	8,5

* Ensemble des banques commerciales inscrites, capital plus réserves/actif.

** Ratios capital/actif des banques britanniques majeures (1974, ratio capital inscrit/actif). Estimations.

Sources : OCDE : Rentabilité bancaire (1987), Revell (1980), Llewellyn (1988).

Le tableau 3 illustre la structure de la capitalisation des banques, une importante concomitance de situations vulnérables, comme l'ont souligné les théories de rationnement du crédit. La capitalisation des banques britanniques comme des banques américaines a baissé antérieurement à la crise de 1974 ; en 1982, la capitalisation des banques britanniques a chuté, tandis que celle des banques américaines restait à un faible niveau. Par contraste, en 1986 et 1987, les crises ayant eu peu d'impact sur les banques commerciales, la capitalisation a augmenté. Le renforcement de la capitalisation des banques au cours de ces dernières années est de façon partielle une conséquence du développement d'une réglementation prudentielle, qui devrait en principe rendre les banques plus résistantes.

TABLEAU 4

CHANGEMENTS DE RÉGIME ANTÉRIEURS AUX CRISES FINANCIÈRES

Date	Événement	Indicateur	Statistiques	Période antérieure	Période postérieure
Mai 1971	Abandon du taux de change fixe pour le taux flottant	Dollar/deutschmark	Moyenne	3,82	2,98
		Taux de change	Coefficient de variation	0,05	0,12
<i>(Période d'observation)</i>				<i>(68/6-71/5)</i>	<i>(71/6-74/5)</i>
Octobre 1979	Changement de politique monétaire aux Etats-Unis	Taux des bons du Trésor américain	Moyenne	8,29	12,32
			Coefficient de variation	0,16	0,17
<i>(Période d'observation)</i>				<i>(76/1-79/9)</i>	<i>(79/10-82/8)</i>
Décembre 1986	Accord de Bâle sur le traitement des titres flottants bancaires	Marge d'escompte des titres flottants des banques américaines	Moyenne	4,75	24,58
			Coefficient de variation	0,23	0,31
<i>(Période d'observation)</i>				<i>(86/1-86/12)</i>	<i>(87/1-87/12)</i>
Novembre 1986	(Introduction du programme des techniques de trading)	Prix des actions américaines	Moyenne	131,9	162,6
			Coefficient de variation	0,07	0,08
<i>(Période d'observation)</i>				<i>(85/11-86/10)</i>	<i>(86/11-87/10)</i>

Le tableau 4 montre les changements de régime antérieurs aux crises financières, dont on a admis l'importance des effets au moment même des événements, et dont les effets sur la vulnérabilité du système ont été mis en lumière par les théories axées sur l'incertitude. Le passage des taux de change fixes aux taux flottants, et le revirement américain en faveur d'une politique monétaire basée sur des réserves non empruntées ont tous deux augmenté la volatilité des marchés, bien que le second ait été probablement plus important pour ses effets sur le niveau des taux d'intérêt. L'annonce de nouvelles mesures en faveur des capitaux bancaires a accru la volatilité des marchés des titres flottants. Le cas du changement de régime des marchés boursiers en 1987 est moins clair, mais les chiffres montrent qu'il y a eu des hausses de volatilité qui ont coïncidé avec la large introduction d'innovations telles que l'assurance de portefeuille (ainsi que le marché haussier par lui-même).

TABLEAU 5

MOUVEMENTS DU PRIX DES ACTIONS * ET CRISE FINANCIÈRE (en %)

Crise	12 mois avant	1 mois avant	1 mois après	12 mois après
1974 (juin)	- 14,3	0,0	- 7,8	+ 2,9
1982 (août)	- 15,4	0,0	+ 11,7	+ 48,1
1986 (décembre)	+ 20,0	+ 1,4	+ 6,4	- 3,1
1987 (octobre)	+ 18,0	- 12,1	- 12,5	1,0

Indices américains : Standard and Poor's 500.

Les tableaux 5 et 6 étudient des facteurs dont on soutient qu'ils sont directement associés aux crises financières. Le tableau 5 montre donc les mouvements du prix des actions avant (et après) les crises, ainsi que l'a souligné l'approche de la fragilité financière. Chaque crise, sauf celle de 1986, a été associée à un net mouvement de baisse du prix des actions. Que de tels mouvements aient été des facteurs de cause plutôt que des indicateurs des conditions de détérioration de l'économie, est bien entendu moins clair (bien que les chutes du prix des valeurs tendent à entraîner un sévère rationnement sur le marché des nouvelles émissions, aggravant par conséquent les problèmes de refinancement des sociétés rationnées sur le marché du crédit). Le tableau 6 illustre d'autres facteurs déclencheurs potentiels.

18

TABLEAU 6

CROISSANCES MONÉTAIRE ET DU PNB AUX ÉTATS-UNIS AVANT LES CRISES FINANCIÈRES

Trimestre	Croissance monétaire américaine (M1) (réelle, différence par rapport au même trimestre de l'année précédente)					Crise de croissance du PNB américain (réelle, différence par rapport au même trimestre de l'année précédente)				
	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t-4	t-3	t-2	t-1	t
1974 (tr. 2)	2,8	- 0,3	- 2,4	- 3,5	- 5,0	5,4	4,1	3,1	0,1	0,2
1982 (tr. 3)	3,2	- 1,4	- 1,0	- 0,2	1,3	3,4	0,3	- 2,7	- 2,2	- 3,3
1986 (tr. 4)	8,5	8,7	10,0	11,1	14,3	3,8	4,0	3,4	2,5	2,3
1987 (tr. 4)	14,3	12,0	7,2	3,8	- 1,5	2,3	1,8	3,1	4,1	5,1

Tout d'abord, la croissance monétaire réelle a été faible ou en déclin, antérieurement aux crises de 1974, 1982 et 1987, suggérant un degré de

CRISES FINANCIÈRES, THÉORIE ET TÉMOIGNAGES

restriction monétaire des autorités (vu le niveau de l'inflation à cette époque), et coïncidant avec les descriptions des événements ci-dessus. 1986 est à nouveau une exception — la croissance monétaire était rapide et régulière l'année précédente — suggérant que la crise des titres flottants a été un phénomène localisé plutôt que généralisé. Comme pour le cycle économique, les chiffres montrent qu'en 1974 et 1982, les crises survinrent plusieurs trimestres après le tournant du PNB (l'activité économique affaiblie a pu créer les conditions dans lesquelles la crise peut apparaître). Les dernières crises de 1986 et 1987 surgirent au milieu d'une croissance rapide.

TABLEAU 7

**VARIATIONS DE % DES FLUX D'EMPRUNT
SUR L'EURO-MARCHÉ PENDANT LES CRISES**

	Variation en % du flux brut	Trimestre de la crise par rapport à l'année précédente	Année suivante ** par rapport au trimestre de la crise	Année de début de la crise par rapport à l'année précédente
Trimestre				
1974 (2 ^e tr.)	Crédits consortiaux	- 8,6	- 40,8	- 38,0
	Obligations à taux fixe	+ 15,2	+ 60,7	+ 43,8
	Titres flottants	—	—	—
	Titres interbancaires *	- 44,8	- 57,8	- 82,7
1982 (3 ^e tr.)	Crédits consortiaux	- 25,7	- 49,2	- 50,0
	Obligations à taux fixe	+ 28,3	- 17,2	+ 19,4
	Titres flottants	- 43,7	+ 62,5	- 16,4
	Titres interbancaires *	+ 37,4	- 75,5	- 44,1
1986 (4 ^e tr.)	Crédits consortiaux	+ 78,1	+ 117,4	+ 214,4
	Obligations à taux fixe	- 7,1	- 9,4	- 5,3
	Titres flottants	- 31,2	- 68,0	- 75,1
	Titres interbancaires *	+ 120,4	- 34,4	+ 66,1
1987 (4 ^e tr.)	Crédits	+ 49,4	- 3,5	+ 39,7
	Obligations à taux fixe	- 40,0	+ 101,1	+ 9,5
	Titres flottants	+ 23,5	+ 17,0	+ 30,2
	Titres interbancaires *	- 17,5	- 45,0	- 43,4

* Flux net.

** Moyennes trimestrielles.

Les tableaux 7 et 8 montrent les développements des quantités et des prix sur les principaux euro-marchés au moment des crises. Ainsi que l'on pouvait s'y attendre, le tableau 7 montre que les marchés directement concernés par la crise ont été à chaque fois les plus atteints — les titres interbancaires ont chuté de 45 % par rapport à l'année précédente pendant le trimestre de la crise de 1974 ; les crédits de 26 % en 1982 ; les titres flottants de 31 % en

1986, et les obligations de 40 % en 1987. Il est également évident qu'en 1974, 1982 et 1986, les crises se sont prolongées sur le marché concerné — il n'y a pas de rétablissement rapide. Par contraste, le marché des obligations à taux fixe s'est fortement redressé l'année suivant le krach. Le tableau donne également des indications sur les effets sur d'autres marchés — les quantités déclinent-elles, ou augmentent-elles de façon à suppléer au marché le plus touché ? Les chiffres pour les crises de 1974 à 1982 suggèrent un certain degré de contagion (bien qu'évidemment, les conditions économiques générales en aient également affecté l'émergence). En 1974, le marché des crédits a nettement décliné, accompagné par les titres interbancaires, tout au long des périodes analysées ci-dessus. En 1982, il y a eu une hausse initiale des émissions d'obligations à taux fixe et de titres interbancaires durant le trimestre de crise (*voir Saunders, 1985*), mais en comparant l'année du début de la crise avec l'année précédente, seul le marché des obligations à taux fixe a montré quelque hausse (le début du processus de titrisation). La crise des titres flottants a semblé être plus localisée. De nouveau, en 1987, l'activité sur le marché des crédits s'est nettement accrue, tandis que les émissions d'obligations plongeaient, et que les émissions de titres flottants se redressaient. Toute l'année suivante, il y eut partout des hausses, sauf pour les titres interbancaires.

TABLEAU 8

**VARIATIONS DES RELATIONS ENTRE TAUX D'INTÉRÊT
PENDANT LES CRISES (en %)**

Mois :	t-12	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+12
1974 (juin)									
Crédits ¹	0,1	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	1,3	0,9	1,2
Obligations à taux fixe ²	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2	3,0	3,1	3,6	1,2
Titres flottants ³	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Titres interbancaires ⁴	1,6	1,2	2,3	3,3	3,9	5,7	4,8	4,0	0,9
Pour mémoire :									
bons du Trésor américain	7,2	8,0	8,2	8,4	8,2	7,8	8,7	8,4	5,2
1982 (août)									
Crédits ¹	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7
Obligations à taux fixe ²	— 0,3	0,9	0,7	1,6	2,8	3,2	3,7	3,2	1,1
Titres flottants ³	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Titres interbancaires ⁴	3,3	2,4	3,3	2,5	2,5	3,6	2,7	1,7	0,9
Pour mémoire :									
bons du Trésor américain	15,6	12,2	12,1	11,9	9,0	8,2	7,8	8,0	9,4
1986 (décembre)									
Crédits ¹	0,3	0,3	0,4	0,3	0,6	0,3	0,6	0,6	0,3
Obligations à taux fixe ²	1,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,2	0,9	1,0	1,2
Titres flottants ³	0,03	0,06	0,07	0,07	0,07	0,12	0,12	0,24	0,38
Titres interbancaires ⁴	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	2,1
Pour mémoire :									
bons du Trésor américain	7,1	5,2	5,2	5,4	5,5	5,5	5,6	5,6	5
1987 (octobre)									
Crédits ¹	0,4	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3
Obligations à taux fixe ²	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	1,4	1,2	1,3	0,6
Titres flottants ³	0,07	0,32	0,28	0,25	0,2	0,32	0,38	0,36	0,28
Titres interbancaires ⁴	0,7	1,0	1,0	1,1	1,9	1,6	2,1	1,2	1,2
Pour mémoire :									
bons du Trésor américain	5,2	5,8	6,0	6,4	6,4	5,8	5,9	5,7	7,3

1 *Ecart moyen par rapport au LIBOR (crédits en dollars).*

2 *Marché secondaire-secteur privé, obligations en eurodollars moins bons du Trésor américain.*

3 *Marché secondaire-ramise de marge au-dessus du LIBOR (titres flottants en dollars des banques américaines).*

4 *Taux de l'eurodollar à 3 mois moins taux des bons du Trésor américain.*

Le tableau 8 montre plus en détail la réponse des prix liés aux crises, par exemple, la nette augmentation du LIBOR par rapport aux taux des bons du Trésor américain en 1974 (illustrant la tension sur les marchés interbancaires). Il est remarquable que le rendement sur le marché secondaire des obligations à taux fixe et (dans une moindre mesure) des marges sur les nouveaux crédits consortiaux ait également augmenté durant cette période, suggérant une certaine contagion entre les marchés et un rationnement par les prix du crédit concomitant. Les autres crises sont moins nettement définies en terme de réponse des prix. Durant la crise de la dette, la marge moyenne réalisée sur les

crédits consortiaux n'a pas augmenté, suggérant l'existence d'un rationnement de la quantité de crédits pour expliquer le déclin des prêts décrit tableau 7. De nouveau, alors que les titres interbancaires déclinaient nettement, il n'y eut pas de forte augmentation du LIBOR comparé au taux des bons du Trésor américain. Comme pour les crédits consortiaux, cela peut impliquer un certain rationnement. Par contraste, le rendement des obligations à taux fixe a augmenté, suggérant des inquiétudes sur le risque de défaut de paiement, mais l'augmentation des emprunts après l'année de la crise suggère qu'il y avait encore des emprunteurs prêts à supporter ces taux. En ce qui concerne la crise de 1986, on a pu déceler un petit effet sur les marchés autres que celui des titres flottants. En octobre 1987, la hausse des rendements sur les obligations à taux fixe est nette, et le LIBOR par rapport aux bons du Trésor américain a clairement augmenté de 1 % à 1,9 %, reflétant peut-être une intuition des risques sur les prêts interbancaires liés au papier des gouvernements nationaux. Finalement, on remarque que le taux des bons du Trésor américain lui-même chute nettement après la crise de 1987, reflétant un relâchement de la politique monétaire, et la course à la qualité des investisseurs. Une réaction similaire est manifeste après la venue de la crise de la dette.

LA THÉORIE DES CRISES À LA LUMIÈRE DE TÉMOIGNAGES EMPIRIQUES

Cette section évalue l'applicabilité des théories sur la crise financière, à la lumière des quatre périodes d'instabilité sur les euro-marchés soulignées et illustrées ci-dessus dans les sections précédentes. Les résultats sont résumés dans le tableau 9. Ils suggèrent que, bien que toutes les théories apportent d'importantes contributions dans la compréhension du récent désordre financier, aucune n'a une vue d'ensemble, et il apparaît qu'une forme de synthèse soit nécessaire. Une telle tentative est faite dans la conclusion.

TABLEAU 9

RÉSUMÉ DES CARACTÉRISTIQUES DES PÉRIODES D'INSTABILITÉ

	Crise :	1974	1982	1986	1987
<i>Monétaire :</i>					
Resserrement monétaire antérieur		oui	oui	non	oui
Survenu au-delà d'un sommet cyclique		oui	oui	non	non
Paniques bancaires		oui	non	non	non
Contraction aggravée de l'activité économique		non	oui	non	non
Réduction produite sur l'offre de monnaie		non	non	non	non
<i>Fragilité financière :</i>					
« Déplacement » antérieur		(non)	oui	(non)	(non)
Accumulation de dettes à risque		oui	oui	oui	(oui)
Survenues à un sommet cyclique		non	non	non	non
Spéculation		oui	oui	oui	oui
Ventes de détresse sur les marchés du crédit		non	non	(oui)	non
Déflation/taux réels en hausse		non	non	non	non
<i>Prévisions raisonnables</i>					
« Bulle » en prix des titres		non	non	oui	oui
<i>Incertitude</i>					
Changement de régime		oui	oui	oui	(oui)
Innovation compétitive		non	oui	oui	oui
Preuve de psychologie de masse (faible prime de risque)		oui	oui	oui	oui
<i>Rationnement du crédit</i>					
Prime de risque en baisse		oui	oui	oui	oui
« Ratios de capital » en baisse		oui	oui	non	oui
Rationnement accru en quantité		oui	oui	(oui)	(oui)
Rationnement à long terme		oui	oui	(non)	non
Augmentation du rationnement des prix		oui	oui	oui	oui
Concentration de risques		(oui)	oui	(oui)	(oui)
Intense compétition entre les intermédiaires		oui	oui	oui	oui
<i>Vue générale</i>					
Propagation internationale		oui	oui	oui	oui
Intervention des autorités		(oui)	oui	non	oui
Contagion entre les marchés		oui	oui	(oui)	oui

L'approche monétariste

L'influence reconnue du resserrement monétaire sur les crises de 1974, 1982 et 1987, et le fait que les crises de 1974 et 1982 ont éclaté après des sommets cycliques (*voir tableau 6*), conduisent à une croyance tout au moins partielle en des vues monétaristes sur la crise financière. Il est toutefois moins clair que les crises aient provoqué une réduction de l'offre de monnaie, aggravant par conséquent la contraction. Par exemple, bien que la crise de la dette ait pu aggraver la recession du début des années 80, cette dernière était due aux effets sur la demande globale, de la capacité réduite des pays en voie de développement à acheter à l'extérieur, plutôt qu'à une contraction monétaire étendue. Les paniques bancaires ne sont pas une caractéristique de la plupart des crises, bien que l'insolvabilité de Herstatt en 1974 (et l'effondrement parallèle de la Franklin National sur le marché américain) ait de nombreuses caractéristiques d'une panique. L'absence de panique peut en partie être attribuée au rôle de l'intervention des banques centrales, particulièrement en 1982 et 1987, quand on a craint la banqueroute de certains emprunteurs. A ces occasions, des relâchements dans la politique monétaire ont également aidé à compenser une quelconque tendance à la contraction monétaire. Ce fut l'absence initiale d'une forte intervention en 1974 qui a conduit à la crise de Herstatt (tandis que l'intervention américaine a aidé à contenir les effets de celle de la Franklin National), et a rendu nécessaire le communiqué des gouverneurs du G10 en septembre 1974.

24

Fragilité financière

De nouveau, certains, mais pas tous, des mécanismes nécessaires mis en lumière par cette approche, paraissent être validés par l'évidence. Il y eu clairement une rapide accumulation de dettes dans chaque cas (*voir tableau 1*). De nouveau, ces accumulations ont été accompagnées de spéculations, en 1986 et 1987. Le soutien « spéculatif » des positions fut un problème particulier durant le krach. La spéculation sur le change a été la cause de la crise de 1974. On pourrait dire que la crise de la dette des pays en voie de développement a également eu un aspect spéculatif, les banques désirant toujours récupérer leurs marges, tout en espérant être capables de se dégager à la prochaine échéance (en dépit du fait que les emprunteurs aient eu besoin de nouveaux crédits pour couvrir les intérêts de leurs obligations de paiement). Les mêmes faux espoirs de liquidités ont bien entendu aidé à créer les conditions du krach de la Bourse. Le marché des titres flottants s'est effondré après que les spéculateurs en soient devenus les principaux tenants. En adoptant la terminologie de Minsky, on aurait pu caractériser une partie de ces épisodes de spéculatifs, ou de financement Ponzi.

D'un autre côté, les crises n'ont pas eu tendance à éclore à des sommets cycliques, et à entraîner les baisses qui ont suivi ; de nouveau, cela est en partie grâce à la réponse politique. On peut également porter au crédit de celle-ci l'absence de ventes de détresse largement répandue et de la déflation accompagnée de taux réels en hausse. De même, les effets de la richesse sur la consommation que l'on craignait fortement en 1987, se sont révélés mineurs,

sans doute parce que les investisseurs n'avaient pas pleinement pris en compte l'augmentation précédente du prix des actions.

On peut débattre de l'existence d'un « déplacement » antérieur, déclenchant une rapide croissance de la dette et des innovations monétaires l'accompagnant. La période de la crise de la dette s'est par exemple ouverte par le bouleversement du choc pétrolier, bien que son lien précise avec la crise (le besoin de financement de la balance des paiements) soit moins direct que dans les théories de la fragilité financière. Les innovations aux effets monétaires significatifs ont été une caractéristique des années 70 et 80, mais si ce n'est le développement du marché interbancaire lui-même, elles ont eu moins de rapport avec ces crises, que le type plus général des innovations financières soulignées par les théories soulignant le rôle de l'incertitude.

Prévisions rationnelles

Comme nous l'avons constaté plus haut, les caractéristiques de nombreuses crises sont semblables aux bulles spéculatives et aux ruées. Toutefois, dans le cas des bulles en particulier, il est moins clair que ces bulles aient été « rationnelles », en ce sens que les rendements ont augmenté de façon exponentielle, afin d'encourager des particuliers peu enclins au risque, à rester sur le marché concerné. Les bulles (en 1987, par exemple) sont plus évocatrices de bulles irrationnelles où les agents étaient prêts à rester sur le marché, sans se soucier de la structure de rendements excessifs, aussi longtemps qu'ils n'étaient pas fortement négatifs¹³. On a pu trouver un degré d'irrationnalité qui s'est exprimé par la croyance que les fondamentaux avaient changé — et que l'opérateur pourrait toujours sortir du marché le premier (l'illusion de liquidité). On a bien sûr des difficultés à tester formellement de telles hypothèses. Les prévisions rationnelles de la théorie des ruées paraissent à nouveau un peu trop précises pour caractériser les crises respectives, étant donné que des causes apparemment triviales conduisent à des retraits de fonds (des banques moins cotées sur le marché interbancaire, sur le marché des titres flottants et la Bourse), et que de nombreux prêteurs/investisseurs se sont retrouvés à chaque fois avec des pertes largement disproportionnées.

25

Incertitude

La plupart des mécanismes soulignés précédemment sous l'intitulé « Incertitude » ont un rôle à jouer dans ces crises ; par exemple, un changement de régime aux conséquences imprévues ; des preuves de psychologie de masse pour les prêts et la compétitivité dans les innovations.

En termes de changement de régime, la cause directe de la crise de 1974 a été l'abandon des taux de change fixes pour les taux flottants, dont la dynamique n'avait pas été prévue par les acteurs sur le marché. De même, les banques, antérieurement à la crise de la dette, n'avaient pas prévu la

¹³ Pour un débat sur les bulles rationnelles et irrationnelles dans ce contexte, voir Artis et Taylor (1988).

possibilité d'un second choc pétrolier, la profonde récession, et la nouvelle politique monétaire américaine, qui ont fait monter si nettement les taux d'intérêt, et ont augmenté leur volatilité. Comme on l'a noté, la marque d'un changement de régime est plus faible pour le marché des titres flottants que pour le krach.

Psychologie de masse, et primes de risques par conséquent réduites, étaient évidentes à chaque épisode ; prêts sur le marché interbancaire en 1974 sans une prudente évaluation du risque-crédit, et pratiques dangereuses sur le marché des changes : prêts également risqués aux pays en voie de développement, même lorsque de nouveaux prêts furent nécessaires afin de payer les intérêts des prêts en cours : émission de volumes toujours plus importants de titres flottants à des taux de plus en plus bas ; et enfin la psychologie de masse d'une bulle boursière et du financement d'une dette spéculative dépendant d'une valeur élevée des titres. Dans chaque cas, les prêteurs (ou les intermédiaires) étaient confortés par le fait de savoir que les autres faisaient les mêmes jugements ; dans chaque cas, ils ont eu tort, et les primes de risque se sont révélées rétrospectivement trop faibles.

L'innovation a joué un rôle-clé dans les crises des années 80 — dans chaque cas, il y a eu un défaut dans la compréhension de l'innovation par le marché. Dans le cas de la crise de la dette, la principale innovation était le crédit consortial et des prêts gouvernementaux, comme on l'a souligné ; les krachs de 1986 et 1987 étaient encore plus fondamentalement liés aux innovations, qui fournirent au moins une partie de la force conductrice derrière le mouvement vers les conditions de la crise. Le marché des titres flottants, comme on l'a noté, était caractérisé par un large éventail d'innovations qui ont tenté de compenser les risques de liquidité sur le marché. Le krach boursier a été relié à de nombreuses innovations (programme du trading, assurance des portefeuilles), qui ont provoqué une illusion de liquidité.

Rationnement du crédit

Comme l'incertitude, le rationnement du crédit a été une caractéristique largement observée des récentes crises financières. Comme le montre le tableau 8, les primes de risque (c'est-à-dire du rationnement du crédit par le prix) pour les catégories de sociétés touchées augmentèrent, et il y a également certaines preuves de rationnement de la quantité pour les emprunts de plus basse catégorie (certaines catégories de banques sur le marché interbancaire en 1974 ; les pays en voie de développement les plus endettés depuis 1982 ; la fermeture du marché des titres flottants à de nouvelles émissions en 1986, et la fermeture partielle du secteur des titres et des euro-obligations simples en 1987, ainsi que le sévère rationnement du crédit bancaire pour les maisons de titres ayant des positions sur le marché en 1987). Les banques en 1986 et les sociétés en 1987 ne se sont toutefois pas retrouvées toutes ensemble exclues du crédit, mais ont changé à la place pour d'autres marchés, plus coûteux. A nouveau, le rationnement du crédit tel qu'il existait ne s'est maintenu que pour un temps relativement court. Cela pourrait suggérer une moindre segmentation des marchés, ce qui rendrait moins

plausible un « écrasement du crédit » (c'est-à-dire une fermeture de toutes les sources de crédit) pour un secteur emprunteur.

On a certainement mis en évidence le déclin des ratios de capitaux des banques, antérieurement aux crises de 1974 et 1982, surtout si les risques sont correctement pesés. Une faible capitalisation a exacerbé les crises quand elles ont éclaté. La concentration des risques était aussi évidente, en particulier lors de la crise de la dette des pays en voie de développement. De nouveau, lors du krach boursier, on craignait des défauts entre des sociétés lourdement endettées (en particulier celles impliquées dans des opérations spéculatives d'absorption), aussi bien que des banques d'investissement qui avaient accepté des risques concentrés (des positions de large soutien). Il y eut également une intense compétition entre les intermédiaires, à chaque crise — et cela a aidé à provoquer des comportements hasardeux.

Problèmes généraux

Nous concluons par des observations sur des problèmes communs à plusieurs de ces théories. Une propagation internationale fut par exemple une caractéristique de chaque crise (les crises ne se sont pas limitées à un marché national). On devrait s'y attendre en partie ; les euro-marchés sont un vecteur important de flux de capitaux internationaux ; ils impliquent également que les banques commerciales et les banques d'affaires de tous les pays majeurs qui étaient mêlées aux mêmes transactions, seraient toutes touchées par une crise de système. Les effets de la crise de la dette en sont un exemple. Les effets transnationaux des crises financières augmentent, toutefois, à cause de l'intégration grandissante des marchés domestiques et internationaux, où les mêmes prêteurs restent actifs. Cela a réduit l'isolation des marchés nationaux des chocs originaires des marchés internationaux, ou des autres marchés domestiques, comme l'a illustré le krach de 1987. D'un autre côté, la contagion entre les euro-marchés a décliné, allégeant donc ce problème. Pendant ce temps, l'intervention des autorités a été mise en lumière par la plupart des théories, comme la solution immédiate aux crises financières lorsqu'elles se produisent. Une intervention décisive (par la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales) fut particulièrement évidente lors du krach boursier, mais également après la crise de la dette et la débâcle de 1974. Seule la crise des titres flottants a été ressentie à un niveau suffisamment localisé pour s'éteindre d'elle-même.

27

Sujet aux limitations de l'approche qualitative analytique adoptée, cet article offre de nombreux types de conclusions : tout d'abord, il nous permet de juger si les crises ont été des « événements uniques », ou bien ont des caractéristiques communes ; il nous permet ensuite d'évaluer les théories de la crise financière aux conditions actuelles — quels facteurs seraient mis en lumière, lesquels seraient écartés, et si une synthèse est possible. Cela permet de faire une estimation des implications sur le marché pour les autorités et les acteurs.

Les chiffres et les exposés présentés, donnés par le sommaire théorique,

suggèrent que les crises étudiées n'ont pas été des événements uniques, mais ont eu des caractéristiques communes identifiables. Peut-être les plus importantes de ces caractéristiques communes de l'instabilité financière sur les euro-marchés de 1974 à 1987¹⁴ furent-elles les suivantes :

— Elles suivirent une accumulation de dettes et une spéculation substantielle sur des valeurs qui avaient souvent été caractérisés par un comportement de masse parmi les prêteurs, de faibles primes de risque et une concentration des risques.

— Elles suivirent un changement de régime qui avait des conséquences imprévisibles ou imprévues.

— Les innovations étaient souvent un à-côté important, comme l'étaient les ratios de capitaux en baisse des prêteurs et des emprunteurs.

— Elles suivirent souvent une période de resserrement monétaire (nécessité par des pressions inflationnistes) et/ou de récession.

— Elles s'accompagnèrent de nettes augmentations des prix et de rationnement du crédit, mais cela n'a pas toujours empêché les emprunteurs rationnés d'obtenir des crédits ailleurs.

— La propagation internationale fut forte et rapide.

— La contagion entre marchés fut limitée — tous les euro-marchés ne furent en aucun cas fortement affectés.

— Une action décisive des autorités a évité aux crises d'avoir de sérieuses conséquences et macro-économiques et sur le système. La plupart de ces caractéristiques étaient également présentes lors de la Grande Dépression. Toute synthèse insisterait donc sur les précurseurs monétaires et ceux de la « fragilité » des crises financières, tout en soulignant le rôle de l'incertitude dans les conditions d'une crise, la probabilité d'un rationnement du crédit comme une conséquence de telles crises, et l'importance d'une intervention.

Exprimée plus précisément, une synthèse de la théorie des crises financières appliquée aux conditions des marchés financiers contemporains, faisant appel à la théorie économique et aux récentes expériences sur les euro-marchés, offrirait des prédictions quant aux conditions nécessaires, aux causes, à la nature et aux conséquences des crises financières. Par exemple, une longue période de circonstances relativement calmes, accompagnée d'une intense compétition entre les institutions financières (*voir annexe*), un accroissement de dettes à prime de risque de plus en plus faibles (ceci étant en partie conséquence de cela), l'innovation financière et des ratios de capitaux en déclin peuvent constituer les conditions *sine qua non* d'une crise financière. Une contrainte de surveillance afin de conserver la capitalisation, et éviter une prise de risque excessive peut en conséquence aider à empêcher l'émergence de ces conditions. La crise peut être déclenchée par un resserrement des conditions monétaires et les conditions imprévues d'un changement de régime (y compris les propriétés imprévues des innovations financières). Elle peut s'accompagner d'une dérive appréciable de la valeur des titres à partir de leurs déterminants fondamentaux (bulle spéculative). La

¹⁴ L'analyse de crises nationales sélectionnées sur la même période (*voir Davis, 1989*) révèle de nombreuses caractéristiques similaires.

crise peut entraîner des ruées ou des paniques qui éliminent de telles variations de la valeur des titres, ainsi qu'une nette augmentation du coût et du rationnement du crédit. Toutefois, cela ne peut conduire à une forte contagion entre les marchés, ni à une contraction monétaire ou à une récession économique, bien que la prévention de ces effets puisse nécessiter une intervention ferme et décisive des autorités. Non que de telles interventions soient toujours nécessaires. Certaines crises sont suffisamment localisées pour ne pas offrir de risque généralisé, soit parce que les institutions concernées sont suffisamment robustes, soit parce que le marché concerné est relativement peu important. En effet, on pourrait soutenir que des crises mineures peuvent être salutaires, en poussant les intermédiaires et les autorités à resserrer le contrôle et la surveillance.

L'analyse de cet article a des implications, à la fois pour les autorités, et pour les participants aux marchés en pleine déréglementation financière. Pour les surveillants, on suggère que les vérifications des bilans des institutions financières ne devraient pas couvrir la seule capitalisation, mais également la progression de l'endettement, le rapport des fonds propres sur fonds empruntés, la vulnérabilité aux crises sur les autres marchés nationaux ou internationaux, le prix des actions, la concentration des risques, les implications des innovations, l'intensité de la compétition, l'évaluation du risque, les positions indirectes, la force des mécanismes de contrôle des emprunteurs, ainsi que la liquidité potentielle du passif et de l'actif des intermédiaires en situation de crise. Etant donné qu'on a récemment développé et affiné des régimes de surveillance couvrant ces nombreux aspects (y compris une coopération internationale accrue), on a pu estimer que la probabilité d'une crise sérieuse a été réduite. Toutefois, les surveillants doivent toujours rester vigilants, pour garantir, non seulement que les institutions qu'ils surveillent ne deviennent pas sujettes à une « myopie des désastres », mais aussi qu'ils ne deviennent pas satisfaits d'eux-mêmes, acceptant une appréciation courante des risques qui a pu être altérée par une période de calme et d'intense compétition. Un indicateur possible d'une telle myopie est la baisse des primes de risque (*tableau 2*)¹⁵. Finalement, une égalisation du traitement fiscal des créances et des actions pourrait réduire les tendances au surendettement.

Pour les dirigeants macro-économiques, la relation des crises aux changements de régime de politique économique et aux resserrements de politique implique, premièrement, le besoin pour cette politique de chercher à éviter des conditions telles qu'une inflation élevée, qui pourrait nécessiter de tels changements soudains, ou le resserrement de cette politique. Deuxièmement, même si de tels changements étaient nécessaires, on a besoin de vigilance pour conserver la stabilité financière. Troisièmement, bien que l'on doive maintenir la fonction de prêteur en dernier ressort, son usage devrait être modéré, et les dirigeants de la banque (ainsi que leurs actionnaires) qui ont fait des erreurs devraient toujours être sacrifiés. Autrement, l'existence du prêteur en dernier ressort entraînerait aujourd'hui le développement des conditions d'une fragilité financière, ce que son usage est censé contrebalancer.

Pour les participants, nombre des mêmes implications s'appliquent. Ils

doivent examiner fréquemment les conditions du marché à la lumière des facteurs identifiés plus haut, peut-être grâce à des divisions de prévision stratégique, afin d'évaluer les probabilités de situation de crise et, en conséquence, la justesse de leur appréciation du risque. Comment sont adossées leurs lignes de crédit ? Quelle est la force de leur soutien en capital ? Leur exposition aux risques de crédit ou de liquidité s'est-elle renforcée ? Les déposants et les investisseurs doivent également être conscients de ces risques potentiels — bien que, ainsi que nous l'avons souligné plus haut, cela nécessite une limitation de la protection des déposants et du danger moral créé par une intervention. Les agences privées de rating peuvent avoir un rôle important à jouer en contrôlant les positions des sociétés, comme en adoptant le point de vue plus large et à plus long terme, recommandé dans cet article.

ANNEXE

Nous constatons que les théories résumées ici offrent peu de suggestions sur la genèse et la nature de la compétition accrue qui précède les crises financières, et sur les développements structurels sur les marchés qui peuvent l'accompagner. Les aspects industriels des crises sont examinés dans Davis (1990), où il est suggéré que les périodes de fragilité financière, qui peuvent culminer en instabilité financière, sont souvent précédées de changements dans les conditions d'accès des intermédiaires aux marchés financiers. De tels développements peuvent conduire à une compétition accrue sur le marché concerné, soit à cause des nouvelles entrées actuelles (tendant à parfaire la compétition), aux changements de comportement que les acteurs en exercice sont obligés d'adopter à cause de la menace de nouveaux arrivants, en l'absence de coûts irrécupérables (marchés « contestables », soit à cause des réponses compétitives que ces acteurs choisissent de faire aux arrivées potentielles ou effectives en présence de coûts irrécupérables (compétition stratégique). En particulier en l'absence de surveillance appropriée, une compétition aussi accrue peut provoquer des affaiblissements des standards prudentiels (ce qui peut se manifester par une capitalisation plus faible, ainsi que des prix plus bas, et des quantités plus importantes sur le marché du crédit). Ceci, à son tour, peut amener une fragilité financière, c'est-à-dire une situation dans laquelle un choc tel qu'un resserrement monétaire peut mener à une large faillite des institutions financières, avec un risque potentiel ou généralisé). En effet, le marché peut dépasser le niveau de compétition supportable par un équilibre concurrentiel à long terme, et l'on peut ajouter diverses faillites et distorsions du marché (dont on débat dans les théories actuelles sur la crise financière) pour expliquer ceci. L'analyse justifie de nombreuses approches de la réglementation (telles que l'adéquation des capitaux et les contrôles directs des prêts) que l'on a récemment renforcée, aussi bien qu'elle offre quelques indicateurs additionnels de la fragilité potentielle, qui peuvent être utiles aux régulateurs du marché et à ses participants.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Bank for International Settlements (1975), *Forty fifth annual report*, BIS, Basle.
- Bank for International Settlements (1983), *The international interbank market : a descriptive study*, BIS, Economic Paper n° 8.
- Bank for International Settlements (1986), *Recent innovations in international banking (the Cross Report)*, BIS, Basle.
- Bernanke B.S. (1983), *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression*, American Economic Review, vol. 73, pp. 257-276.
- Blanchard O.J. and Watson, M.W. (1982), « Bubbles, rational expectations and financial markets », in éd. P. Wachtel, *Crisis in the economic and financial structure*, Salomon Bros Center Series on Financial Institutions and Markets, Lexington Books, Lexington, Mass.
- Bond I. and Briault C.B. (1983), *Commercial banks and international debt ; the experience of the 1970s*, Mimeo, Bank of England.
- Cagan P. (1965), *Determinants and effects of changes in the stock of money*, NBER Studies in Business Cycles 13, New York, Columbia University Press.
- Davis E.P. (1987), *Rising sectoral debt-income ratios ; a cause for concern ?*, Bank for International Settlements, Economic Paper n° 20.
- Davis E.P. (1988), *Industrial structure and dynamics of financial markets ; the primary eurobond market*, Bank of England Discussion Paper n° 35.
- Davis E.P. (1989), *Instability in the euromarket and the economic theory of financial crisis*, Bank of England Discussion Paper n° 43.
- Davis E.P. (1990), *An industrial approach to financial instability*, Bank of England Discussion Paper n° 50.
- Fisher F.G. (1988), *Eurobonds*, Euromoney Publications, London.
- Fisher I. (1932), *Booms and depressions*, Adelphi, New York.
- Flood R.P. and Garber, P.M. (1982), *Bubbles, national expectations and gold monetisation* in éd. P. Wachtel *Crisis in the economic and financial structure*, Salomon Bros Centre Series on financial institutions and markets, Lexington Books, Mass.
- Friedman M. and Schwartz A.J. (1963), *A monetary history of the US 1867-1960*, NBER, New York.
- Guttentag J. and Herring R. (1984a), *Credit rationing and financial disorder*, Journal of Finance, 39, 1359-1382.
- Guttentag J. and Herring R.J. (1984b), *Strategic planning by international banks to cope with uncertainty*, Brookings Discussion papers in International Economics n° 23.
- Johnston R.B. (1983), *The economics of the euro-market*, The MacMillan Press, London and Basingstoke.
- Kindleberger C.P. (1978), *Manias, panics and crashes, a history of financial crisis*, Basic Books, New York.

- Knight F.H. (1921), *Risk, uncertainty and profit*, Boston, n° 16 in series of reprints of scarce texts in economics, London School of Economics.
- Lepetit J.F. (1982), « Comment on the lender of last resort » in éd. Kindleberger O.P. and Laffargue J.P., *Financial crises, theory, history and policy*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Llewellyn D.T. (1988), *The strategic dilemma of world banking ; implication of Basle Capital convergence*, Paper presented at the Prince Bertil Lecture Gothenburg 24-11-88.
- McDonald R. and Taylor M.P. (1989), « Economic analysis of foreign exchange markets : an expository survey » in éd. McDonald R. and Taylor M.P., *Exchange rates and open economy macro-economics*, Oxford, Blackwell.
- Meltzer A.H. (1982), « Rational expectations, risk, uncertainty and market responses », in éd. P. Wachtel, *Crisis in the economic and financial structure*, Salomon Bros Centre series on financial institutions and markets, Lexington Books, Lexington, Mass.
- Minsky H. (1982), « The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behaviour of the economy », in éd. Kindleberger O.P. and Laffargue J.P., *Financial crisis, theory, history and policy*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Muehring K. (1987), *Turmoil in the FRN market*, Institutional Investor, January 1987, 79-82.
- OECD (1987), *Bank profitability*, OECD, Paris.
- Price L.D.D. (1985), « Discussion of contagion effects in the interbank market » in (eds) Portes R. and Swoboda A., *Threats to international financial stability*, Cambridge University Press.
- Revell J. (1980), *Costs and margins in banking ; an international study*, OECD, Paris.
- Saunders A. (1985), « Contagion effects in the interbank market » in éd. Portes R. and Swoboda A., *Threats to international financial stability*, Cambridge University Press.
- Schumpeter J.A. (1942), *Capitalism, socialism and democracy*, Republished Unwin Paperbacks, London, 1974.
- Schwartz A.J. (1986), *Real and pseudo-financial crisis*, in ed. Capie F. and Wood G.E., *Financial crisis and the world banking system*, MacMillan, London.
- Shafer J.R. (1986), *Managing crises in the emerging financial lanscape*, OECD Economic Studies, 8, 56-77.
- Stiglitz J.E. and Weiss A. (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, American Economic Review, vol. 71, pp. 393-410.