

# LA CRISE DES *SUBPRIME* EN PERSPECTIVE

## HISTORIQUE :

### *Une analyse régulationniste*

Robert Boyer  
CEPREMAP - GREDEG  
[robert.boyer@ens.fr](mailto:robert.boyer@ens.fr)

Ce texte reprend l'essentiel de l'exposé présenté lors de la conférence annuelle de la JSPE tenue à l'Université de Kyushu le 25 octobre 2008

« *Dans les crises financières il n'y a plus d'idéologue* »  
Ben Bernanke, *New York Times*, 22 septembre 2008.

## 1. Introduction : un retournement historique de la financiarisation

Au milieu des années 2000, l'économie américaine constituait la référence dans l'évaluation des performances des autres pays de l'OCDE. A la fin des années 90 on mesurait le retard pris par l'Europe dans la maîtrise de la production et l'usage des techniques de l'information et l'adoption de l'organisation de la Silicon Valley. Jusqu'en 2006, ce fut à la sophistication de l'innovation financière et au rôle déterminant de Wall Street que maints experts attribuèrent la plus forte croissance américaine comparée à celle de l'Europe, considérée globalement puisque certaines économies, anglaise, irlandaise ou espagnole, manifestaient un dynamisme certain. Mais précisément, n'avaient-elles pas adopté le modèle d'une croissance tirée par la finance, en particulier grâce à l'essor du crédit immobilier ?

Depuis l'éclatement de la bulle immobilière américaine en mars 2007, le paysage intellectuel aussi bien que les politiques économiques ont bien changé ! Le propos du présent article est de rendre compte de ce renversement et d'en tirer les conséquences concernant le rôle des pouvoirs publics dans la direction et l'intensité de l'innovation financière.

Dans un premier temps, il faut expliquer la remarquable période de croissance américaine qui précède l'éclatement en mars 2007 de la crise des *subprimes* et s'interroger pourquoi ce sont les États-Unis et le Royaume-Uni qui sont ensuite les plus sévèrement touchés par l'éclatement de la bulle immobilière (§2). Un retour à l'histoire est précieux car il montre que les épisodes d'emballement sont périodiquement relancés par des innovations qui rencontrent un tel succès qu'elles font époque : elles déclenchent une bulle spéculative qui débouche sur une crise, plus ou moins grave, mais à partir de laquelle la collectivité reprend le contrôle de l'innovation et institue des règles afin qu'elles contribuent à l'efficacité de l'allocation du capital, du crédit et du risque...sans compromettre le bien public marchand crucial qu'est la stabilité financière (§3). Sur

la base de cet acquis tant de la théorie financière hétérodoxe que de l'histoire, l'ampleur de la crise des *subprimes* est alors expliquée par le retard pris dans l'encadrement dans de produits dérivés de plus en plus sophistiqués mais aussi des *hedge funds* usant et abusant d'effets de levier potentiellement dangereux pour la stabilité financière (§4).

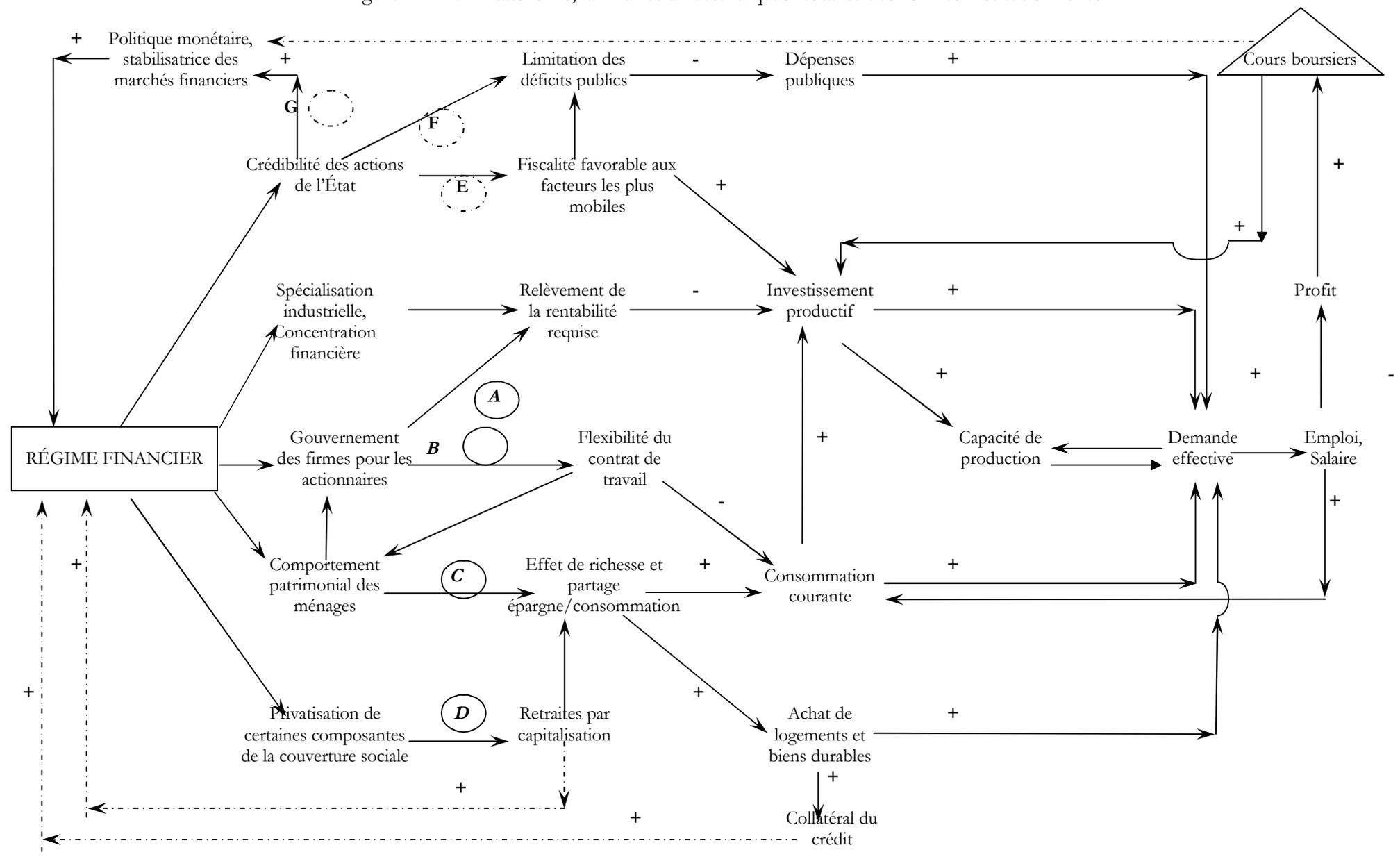
Il est alors essentiel d'étayer l'hypothèse centrale : le système financier américain est entré dans une crise systémique (que valent les divers actifs et acteurs financiers ?) et l'économie américaine est dans l'incapacité de poursuivre sa croissance tirée par un regain de financiarisation (§5). Ce sont autant d'arguments qui plaident en faveur d'une forme ou d'une autre de contrôle social des innovations financières, *ex-ante* et non plus *ex post* une fois éclatée une bulle spéculative qui résulte de leur succès...et de leurs excès. Pour quelles raisons ce domaine échapperait-il à la règle qui prévaut en matière d'innovation technique, organisationnelle ou encore de santé publique (§6). Une brève conclusion insiste sur la grande bifurcation qu'annonce la crise américaine ouverte en mars 2007 (§7).

## 2. Une croissance tirée par la finance était donc possible aux États-Unis....

Il importe d'abord d'insister sur les charmes de la financiarisation car ce processus a marqué l'ensemble de la société américaine et n'a pas manqué de susciter des tentatives d'importation d'un tel régime dans d'autres pays de l'OCDE. Or ce régime de croissance marque une rupture complète par rapport à la logique du fordisme caractérisé par un compromis institutionnalisé fondateur, celui du rapport salarial, assurant la synchronisation de la production et de la consommation de masse. Dans une économie financiarisée, c'est le régime monétaire et financier qui occupe la place hiérarchique qu'avait le rapport salarial dans le modèle de croissance de l'après seconde guerre mondiale. Des travaux antérieurs ont montré que cette prééminence résulte d'une alliance de fait entre managers des grandes entreprises cotées en bourse et les institutions financières, tout particulièrement les banques d'investissement (Boyer, 2005). Ce basculement du compromis de base a pour conséquence une altération de la quasi-totalité des autres formes institutionnelles sous l'impact du régime financier (figure 1).

- On observe une rupture des déterminants antérieurs de la décision d'investissement des entreprises non financières puisque la rentabilité du capital investi devient le critère essentiel, alors que s'atténuent les effets d'accélération liés aux anticipations de la demande. Simultanément, se multiplient les stratégies typiquement financières de fusion et d'acquisition en vue de maximiser le ROE.
- Si la communauté financière exige de hauts rendements, stables au cours du cycle, la contrepartie n'est autre qu'une flexibilisation de la relation salariale à travers une rapidité accrue d'ajustement des effectifs mais aussi une plus forte sensibilité du salaire aux résultats financiers de l'entreprise et à la conjoncture générale. Ce facteur pèse a priori négativement sur la consommation, mais il se trouve compensé par le fait que le patrimoine financier des ménages s'étant considérablement développé, sous l'effet en particulier du développement des fonds de pension, les effets de richesse deviennent importants dans l'évolution de la consommation des ménages.
- En effet, le passage de retraites par répartition à un système par capitalisation joue un rôle déterminant dans l'afflux de capitaux à la recherche de placements rémunérateurs et la liquidité du marché boursier. Ainsi des placements qui étaient censés assurer la sécurité du financement des retraites se transforment progressivement sous l'effet de stratégies optimisant le rendement dans une optique typiquement financière (Montagne, 2003 ; 2006).

Figure 1 – Aux États-Unis, la finance affecte la quasi-totalité des formes institutionnelles



Ceci s'inscrit dans un mouvement général de recours au marché pour la quasi-totalité des composantes de la couverture sociale, en opposition donc aux conceptions plus universalistes qui étaient celles de la période des trente glorieuses et qui se matérialisaient dans des systèmes beveridgiens ou bismarckiens.

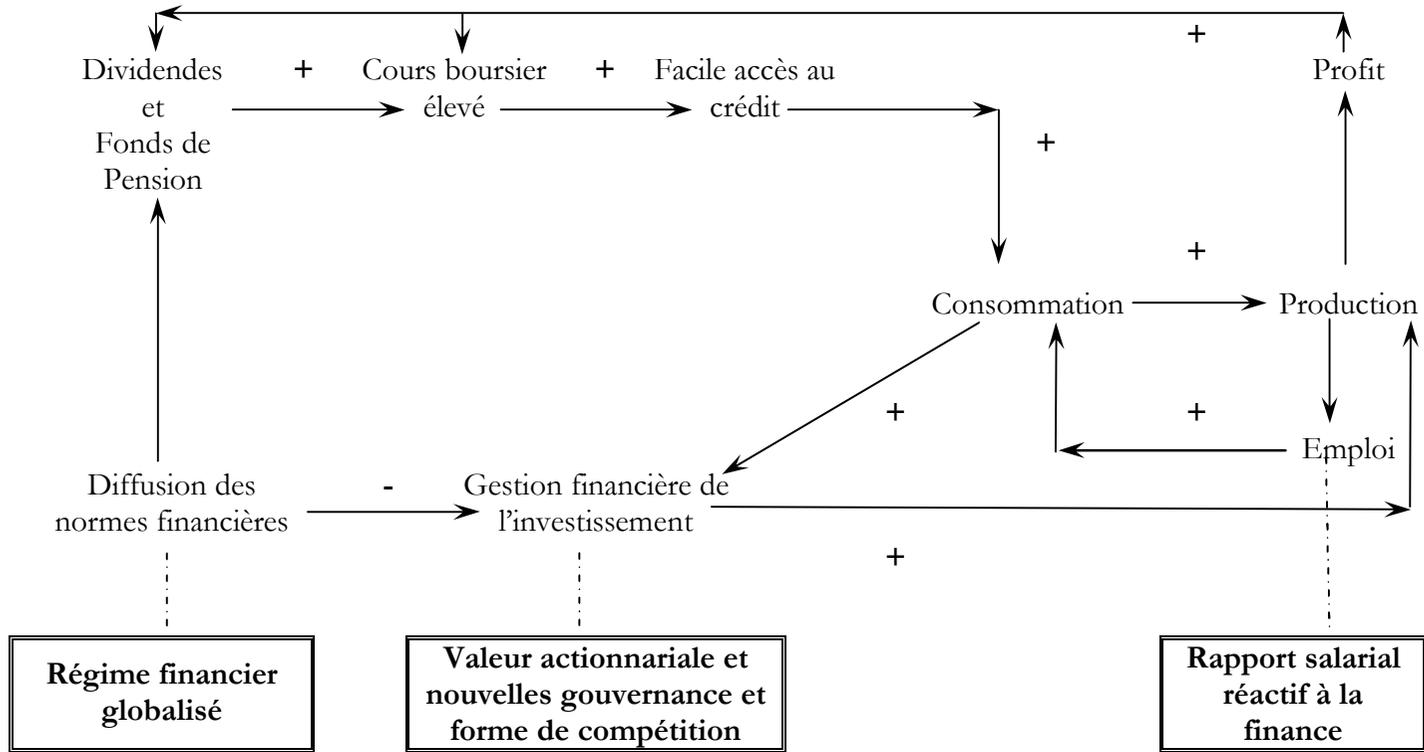
- La politique économique connaît une transformation équivalente en réponse aux demandes de la finance. D'un côté, la mobilité internationale du capital limite singulièrement la possibilité de taxation, ce qui reporte la charge fiscale sur les salariés et éventuellement le capital immobilier irréversiblement lié au territoire national. D'un autre côté, le banquier central voit son rôle significativement, si ce n'est totalement, redéfini. Il n'a plus seulement à optimiser la fixation du taux d'intérêt en fonction de difficiles arbitrages entre inflation et chômage car il a aussi la fonction de veiller à la stabilité financière. Soit qu'il évite la formation de bulles spéculatives par une hausse préventive du taux d'intérêt, soit qu'il joue le rôle de prêteur en dernier ressort face à un effondrement financier qui menace la viabilité même d'une économie marchande. Cette hypothèse avancée par des experts de la politique monétaire américaine (Blinder, 1997), longtemps ignorée par les macroéconomistes du monde académique prend tout son sens dans la crise actuelle des produits dérivés du marché immobilier américain.

L'ampleur de ces transformations observées, surtout aux États-Unis, rend vraisemblable l'existence d'un régime d'accumulation tiré par la finance. Encore faut-il vérifier que les divers effets de la financiarisation définissent un régime viable, c'est-à-dire susceptible de répondre tant à des chocs exogènes qu'au profil de l'accumulation au cours du cycle. C'est pourquoi une formalisation est nécessaire afin de vérifier à quelles conditions un tel régime peut s'établir (Boyer, 2000a). Par rapport à la complexité des relations mise en évidence par la figure 1, la formalisation exige une simplification drastique (figure 2).

- La variable centrale n'est autre que le *cours boursier* puisque c'est l'entité qu'observent simultanément les entreprises dans leur choix de mode de gouvernance et leurs décisions d'investissement, les salariés dans la gestion de leur épargne et leurs décisions d'endettement, mais aussi le banquier central dont la fonction est d'éviter l'entrée dans une zone d'instabilité.
- En opposition avec le modèle fordiste, la *consommation* des ménages dépend étroitement de la *richesse financière* qui elle-même permet d'accéder au crédit alors même que stagnerait le salaire réel. Dans ce modèle, une autorité salariale peut impliquer une croissance des profits telle que l'augmentation des cours boursiers justifie un essor de la consommation des ménages. On se trouve donc aux antipodes du modèle Kaleckien ou Kaldorien à deux propensions à épargner respectivement à partir des salaires ou des profits.
- Enfin, la norme de rentabilité demandée par la communauté financière est un élément essentiel du volume et de l'orientation de l'*investissement* des entreprises non financières. Les effets d'accélération sont présents bien sûr, mais ils ne sont plus dominants comme c'était le cas dans le modèle fordien. Plus généralement, le principe de la *valeur actionnariale*, invoqué par les financiers, détermine nombre de choix en matière d'organisation interne de la firme et de stratégie (Boyer, 2005 ; Ertuk & al., 2008).

Il faut souligner combien, *a priori*, ce régime économique est *paradoxal*: alors que dans le fordisme c'est la logique de la création de valeur ajoutée qui domine, dans le modèle financiarisé c'est l'anticipation de la richesse future, telle que mesurée par la bourse, qui déclenche le processus de production. Les *anticipations et la confiance* en la finance sont donc déterminantes

Figure 2 – Le régime d'accumulation tiré par la finance



quant à la possibilité d'un tel régime. Un calibrage du modèle correspondant fait ressortir que les conditions de stabilité étaient *a priori* satisfaites pour l'économie américaine des années 90 : importance du patrimoine financier des ménages, large fraction du revenu disponible liée aux gains en capital, détention d'une partie significative du patrimoine sous la forme d'actions et d'obligations, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des fonds de pension (tableau 1, infra). Ainsi peut s'expliquer qu'au début des années 2000 nombre de macroéconomistes européens aient conseillé à leur gouvernement respectif d'adopter les méthodes américaines faisant du crédit et de la finance l'instrument clé de l'action sur l'activité économique.

### **... mais il n'est pas généralisable aux autres pays à l'exception du Royaume Uni...**

Mais cet espoir était naïf car les structures économiques américaines sont finalement assez exceptionnelles puisque seul le Royaume-Uni s'approche de la configuration américaine. En effet, pour tous les autres pays, tout particulièrement le Japon, l'Allemagne et la France, c'est une logique productiviste de création de valeur ajoutée dans l'entreprise non financière qui prévaut, beaucoup plus que la valeur actionnariale et la financiarisation tous azimuts qui détermine l'activité économique (tableau 1). De plus la formalisation révèle que si c'est la première logique qui prévaut, alors l'introduction d'une valeur actionnariale détériore l'équilibre macroéconomique, aussi bien pour les entreprises que pour les salariés. Les pays correspondants n'avaient donc pas intérêt à adopter le modèle américain puisque leurs sources de croissance et de compétitivité internationale étaient différentes. En un sens, la gravité et la longueur de la crise japonaise consécutive à l'éclatement de la bulle des années 80 témoignent de cette divergence majeure entre pays de l'OCDE (Aglietta, 1992 ; Boyer 2004 ; Yoshikawa, 2002)

Tableau 1 – Ce modèle a peu de chances de se diffuser au reste du monde

Pays	États-Unis	Grande Bretagne	Canada	Japon	Allemagne	France
• Propension moyenne à consommer (1996)	0.95	0.926	0.956	0.869	0.884	0.908
• Patrimoine boursier/ revenu disponible (1997) %	145	75	95	30	25	20
• Gain du capital /revenu disponible (%)	35.5	15	11	- 7	7	5
• Proportion des actions et obligations dans le total des actifs financiers des ménages	28.4	52.4	n.d.	25.3	21.3	14.5

Source : Boyer, 2000

La présente recherche tempère donc le pronostic formulé par certains régulationnistes et qui faisait de la financiarisation le cœur du régime d'accumulation qui devait succéder au fordisme (Aglietta, 1998). Depuis lors, l'éclatement de la bulle Internet puis la crise des subprimes ont clairement fait ressortir les limites d'une accumulation tirée par la finance qui n'apparaît pas dotée de la même stabilité dynamique de long terme que la croissance fordiste (Aglietta, Réberioux, 2004 ; Plihon, 2001 ; 2002 ; Boyer & al., 2004).

## **...Le succès même de la financiarisation peut faire entrer l'économie dans une zone de fragilité financière...**

L'autre intérêt de la formalisation de ce régime d'accumulation est de pouvoir détecter ceux des paramètres qui ont un rôle clé dans la possibilité de précipiter l'économie dans une zone d'instabilité financière.

- Il se peut d'abord que le taux de rendement exigé par la communauté financière atteigne un niveau tel que disparaisse la possibilité d'un équilibre macroéconomique soutenant cette exigence. On se souvient à cet égard que la norme n'avait cessé d'être relevée de 5 % jusqu'à 15 % à la fin de la bulle Internet. Par parenthèses on peut aussi comprendre pourquoi, au plan microéconomique, les entreprises non financières ont été poussées à de plus en plus exploiter les effets de levier du crédit (Plihon, 2002) ou encore qu'elles aient dû recourir à une comptabilité créative pour inventer des rentabilités satisfaisant le marché financier (Boyer, 2005).
- Une deuxième source de déstabilisation peut résulter de l'importance croissante du patrimoine dans les décisions de consommation. Au-delà d'un certain seuil pour l'effet de richesse, l'économiste suit un sentier explosif et disparaît toute possibilité de régime stable. Or, à travers le renouvellement permanent d'innovations financières, le crédit a été rendu de plus en plus facile et peut avoir suscité l'équivalent de ce phénomène à la fin de la bulle du marché immobilier américain. En quelque sorte, c'est le succès même dans l'apprentissage des charmes de la croissance financiarisée que se trouve la source de crise.
- Il se peut enfin que le banquier central soit trop lent dans l'ajustement du taux d'intérêt à la conjoncture financière. Dans ce cas, s'il maintient pendant trop longtemps des taux d'intérêt trop faibles, il est susceptible de déclencher de façon endogène l'effondrement de l'équilibre macroéconomique antérieur. En un sens c'est le reproche qui, depuis 2007, est fait à Alan Greenspan : il n'aurait pas osé relever les taux d'intérêt préférant enchaîner bulle boursière et bulle immobilière.
- Enfin, puisque la stabilisation du ROE repose sur la flexibilisation de l'emploi et du salaire, la réactivité des salaires peut atteindre un tel niveau qu'elle participe en fait à la déstabilisation de l'équilibre économique, en l'occurrence dans une direction dépressionniste. Ce facteur est susceptible de jouer un rôle déterminant dans la phase de correction des excès de la financiarisation.

À des degrés divers, ces quatre évolutions ont marqué la trajectoire américaine depuis deux décennies.

## **... Et déboucher sur une série de crises de plus en plus sévères**

Avant même que soit manifeste le caractère systémique de la crise qui s'ouvre en septembre 2008, le système financier américain a été traversé par une série de crises perçues d'abord comme sectorielles et limitées alors qu'elles étaient le signe annonciateur de l'arrivée aux limites d'une financiarisation bâtie sur la succession d'innovations financières. Rétrospectivement, il est permis de réinterpréter la crise dite de la nouvelle économie comme l'expression du conflit entre l'impatience de la finance quant aux profits anticipés et la réalité du long processus de conversion des innovations en produits rentables (Boyer, 2002a). Celle des *subprimes* dérive des la désresponsabilisation des intermédiaires financiers du fait de la généralisation de la séparation du

financement et du risque, ce qui se manifeste par une explosion du volume des produits dérivés et la souterraine détérioration de la qualité des actifs correspondants.

### 3. Les innovations financières ont un profil d'évolution typique

Les problèmes liés à l'incertitude de tout instrument financier se trouvent exacerbés face au lancement d'un nouveau produit financier. Les acteurs ont à se forger une opinion et faute d'observations dans le passé, ils sont contraints d'une façon ou d'une autre à se fonder sur des croyances. Pour ne prendre que cet exemple, la communauté financière a cru à la nouvelle économie, alors même que l'on disposait de peu d'éléments permettant de justifier un quasi-doublement des taux de rendement du capital. En outre, la nouveauté même de l'instrument financier conduit à considérer que s'ouvre une période sans précédent dans laquelle s'évanouiraient les régularités antérieures. Or il se pourrait que l'histoire financière fournisse de précieuses hypothèses concernant la trajectoire d'innovations tant techniques que financières, supposées ouvrir une nouvelle époque.

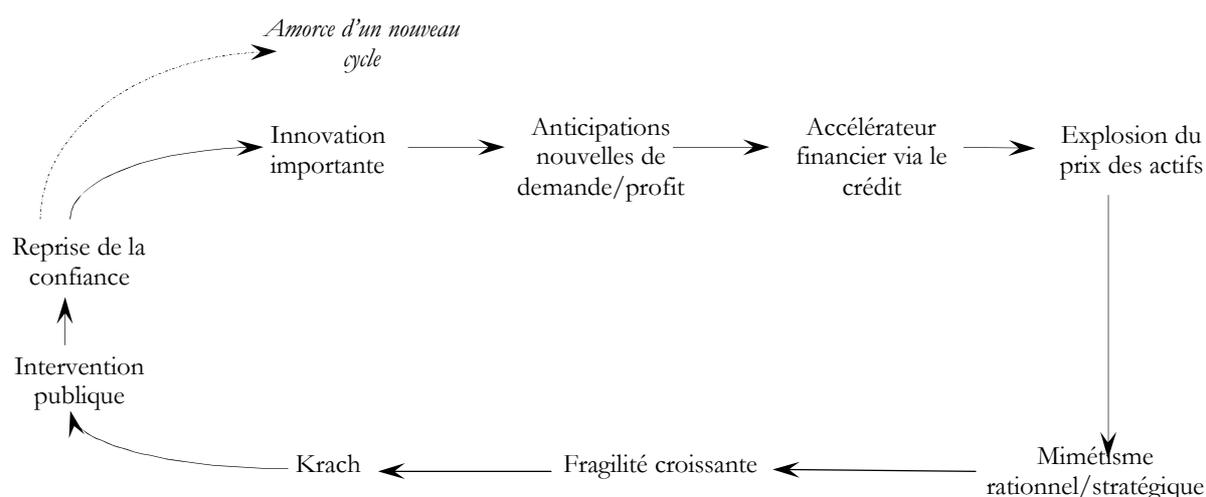
Pourtant, l'horizon des acteurs ne dépasse pas quelques années et l'effort de recherche d'information et d'analyse se concentre sur les évolutions les plus récentes. Ainsi, les acteurs sur ces marchés n'ont guère d'incitation à rechercher, dans un passé plus lointain, des épisodes équivalents : en effet à travers la formation du prix de marché, tend à se dégager l'opinion commune d'une ouverture d'une nouvelle époque marquée par des rendements sans précédent quant à leur niveau et/ou stabilité. C'est le grand mérite de *l'histoire financière* que d'avoir détecté la répétition d'une même séquence d'emballlement spéculatif. Ces travaux sont aujourd'hui nombreux : d'abord isolés (Kindleberger, 1978), ils se sont multipliés du fait de la montée de la fréquence des crises depuis le milieu des années quatre-vingt (Eichengreen, 2003 ; Garber, 2000). La nouveauté est que les théoriciens de la macroéconomie et de la finance eux-mêmes ont fait référence à la succession des phases d'emballlement spéculatif pour construire des modèles qui cherchent à expliquer l'inefficience des marchés à travers des modifications plus ou moins substantielles concernant soit l'hypothèse de rationalité (Shiller, 2000), soit l'organisation des marchés (Shleifer, 2002). Il est remarquable que dans tous ces épisodes s'enchaînent les mêmes séquences.

- À l'origine se trouve *une impulsion* qui a trait à une innovation qui peut être technique (une nouvelle méthode pour produire des tulipes...ou l'invention des méthodes de la production de masse), un nouvel instrument financier (les actions d'une compagnie de navigation), la fin d'un épisode guerrier (l'essor des chemins de fer après la guerre de sécession), l'émergence d'une clientèle pour de nouveaux services (passer ses vacances en Floride grâce à la location ou l'achat d'un appartement) ou encore les possibilités ouvertes par une conjoncture financière nouvelle (l'afflux de liquidités sur le marché boursier qui permet la multiplication des OPA).
- *Les agents économiques informés* adoptent une stratégie sélective à travers laquelle ils s'assurent de la réalité des rendements promis par l'innovation. Ils procèdent à des achats avisés, profitant de leur expertise technique (comment cultiver ces nouvelles tulipes ? Quels immeubles construire en Floride ?) ou de l'information privilégiée dont ils disposent, ce qui est très généralement le cas concernant les innovations financières. Leur comportement est pleinement rationnel et à lui seul ne conduit pas à un emballlement spéculatif.
- En effet, la stratégie des agents informés se traduit dans la montée du prix des produits et par répercussion des actifs financiers des entreprises qui participent à leur production. C'est en réaction à ces signaux de prix qu'entrent sur le marché des agents qui n'ont que peu ou pas du tout de connaissance de la nature de l'innovation mais qui se fient à une extrapolation de

l'envol des prix. Un individu qui n'a jamais acheté d'actions de sa vie et qui en connaît à peine le fonctionnement va transférer une partie significative de son patrimoine vers cet instrument financier. Dans cette troisième étape, *les agents suiveurs et le crédit* jouent un rôle déterminant dans l'envolée spéculative.

- L'emballement a d'autant plus de vigueur qu'une *autorité authentifie la réalité des promesses* faites aux petits épargnants et plus généralement aux agents suiveurs. Dans la bulle du Mississippi, le gouvernement français apporte son soutien officiel à Law. Dans les années vingt aux États-Unis un économiste aussi renommé qu'Irwin Fisher déclare que l'envolée boursière et la prospérité de l'économie sont faites pour durer, diagnostic qu'il maintient jusqu'à la veille de l'éclatement de la crise. Dans la période contemporaine, le tournant de la bulle Internet intervient lorsqu'Alan Greenspan qui avait auparavant dénoncé l'exubérance irrationnelle se range à l'opinion des marchés, déclarant que les agents privés connaissent mieux que le banquier central quel doit être le cours des actions.
- Lorsque ce mouvement atteint son maximum on est proche du *retournement brutal* par lequel se manifeste le fait que les rendements obtenus s'avèrent bien inférieurs aux rendements attendus. Soit à cause de l'érosion endogène des rendements du fait de la suraccumulation, soit en réponse à une mauvaise nouvelle, apparemment mineure, mais qui déclenche un réajustement des vues sur l'avenir. Une autre possibilité est que les agents les mieux informés estiment que, compte tenu du niveau atteint par le prix des actifs, il est prudent de se désengager en vendant leurs actifs.
- Dernière séquence, les autorités politiques, face à la gravité des conséquences sociales et politiques du krach, sont contraintes d'intervenir tant pour rechercher les coupables que pour introduire des règles et des réformes afin d'éviter la répétition de tels épisodes et rétablir la confiance sans laquelle les marchés ne peuvent fonctionner. Dans la plupart des cas, ces mesures parviennent à faire oublier la crise passée, au point que peut s'amorcer un nouveau cycle : toute innovation qui frappe les esprits est susceptible d'amorcer une nouvelle phase d'expansion puis d'emballement spéculatif (figure 3).

Figure 3 – D'une innovation réputée majeure au mimétisme qui débouche sur la fragilité financière



C'est à la lumière de ce schéma que l'on se propose d'analyser la dernière décennie en matière d'innovations financières, principalement aux États-Unis.

#### 4. La période contemporaine : les réglementations systématiquement en retard par rapport à l'innovation financière

Le mouvement de libéralisation financière tant interne qu'externe a eu pour effet de rendre beaucoup plus aisée les innovations financières. Comme elles se sont multipliées, on dispose en 2008 d'un échantillon suffisant d'innovations et de crises pour pouvoir porter un jugement d'ensemble : en l'absence de réglementation et de contrôle publics adéquats, le risque est grand que les innovations financières débouchent sur une crise locale, sectorielle, financière et dans certains cas, macroéconomique. La dernière décennie peut s'interpréter comme la course du lièvre et de la tortue : l'innovation des agents financiers – dans le rôle du lièvre – lance le processus et c'est aux pouvoirs publics, dans le rôle de la tortue, d'écluser les coûts des crises financières qui en dérivent et de tenter d'en éviter la répétition par une nouvelle stratégie et éventuellement un renouvellement des réglementations. En effet, les marchés financiers qui étaient censés s'autoréguler sont en fait le lieu de crises souvent dramatiques pour l'économie et la société considérées.

##### ***Le krach boursier du 19 octobre 1987 : le spectre du 24 octobre 1929 vite oublié***

La chronologie commence avec l'effondrement du Dow Jones à la bourse de New York d'un montant équivalent à celui qui marque l'entrée dans la crise de 1929. Dès lors, tous les analystes se posent la question d'un ouvrage célèbre de Minsky : *Can it happen again ?* Dans une conception de l'économie dans laquelle prévaut la notion d'équilibre et d'invariance dans le temps des mécanismes économiques de base, on attend une dépression équivalente à celle des années trente. Ce pronostic a été totalement démenti pour deux raisons principales (tableau 2).

- *L'origine* des deux crises est bien différente. Dans un cas, la spéculation boursière ne fait qu'amplifier un *déséquilibre* du régime d'accumulation, ce qui explique l'ampleur des coûts économiques et sociaux des années trente aux États-Unis. Dans la crise de 1987, prévaut une *croissance soutenue*, même si elle intervient dans un contexte international troublé par l'incertitude des taux de change et de leur évolution. Le déséquilibre est essentiellement interne à la sphère financière.
- Le banquier central américain *a appris* des erreurs de ses prédécesseurs dans les années trente : au lieu de laisser se développer en chaîne les faillites des intervenants du marché financier, Alan Greenspan alimente abondamment en liquidités les traders menacés. *Ex post* on observe donc une poursuite de la croissance et une légère inflation et non pas une dépression et une déflation.

Ainsi les crises boursières se suivent mais ne se ressemblent pas...et ce sont les innovations financières intervenues au début des années 1980 qui expliquent l'origine de la crise. En effet, à partir de cette date se développe une nouvelle méthode de gestion des portefeuilles boursiers associant toute transaction à la prise d'une option tendant à prévenir une erreur d'anticipation. Simultanément, tous les acteurs du marché se dotent de logiciels permettant de passer directement les ordres impliqués par ce programme d'optimisation. En cas de début de chute marquée des cours boursiers s'amorce alors une spirale dépressionniste : tous veulent vendre et presque personne ne veut acheter. On peut tirer de cet épisode déjà lointain trois autres enseignements.

- C'est la généralisation de la stratégie de *couverture du risque* qui, en l'occurrence, a précipité la *réalisation du risque* dont les agents au plan microéconomique tentaient de se prémunir : en

Tableau 2 – Une comparaison de quatre crises américaines et de la crise japonaise contemporaine : le rôle déterminant des banques

	États-Unis 1929-1939	États-Unis 1987	Japon 1991-2003	États-Unis 2000-2002	États-Unis 2007 - ....
ORIGINE « REELLE » DE LA BULLE	Méthode de production de masse	Reprise de la croissance Pas de bulle financière	Un modèle productif original	Essor des TIC et nouvelle économie	Boom spéculatif sur le marché immobilier résidentiel et facilité d'accès au crédit
CONJONCTURE PRE-CRISE	Forte croissance	Période d'ajustements structurels	Régime de croissance dans une tendance à la décélération	Croissance forte et non inflationniste	Croissance soutenue avec quelques tensions inflationnistes
TYPE DE CRISE					
▪ Crise boursière	*	*	*	*	NON initialement, puis contamination par les <i>subprimes</i>
▪ Crise bancaire	*	NON	*	NON, remarquable résilience due à la titrisation	OUI pour les banques d'investissement
▪ Crise immobilière	NON	NON	*	Faible et localisée	OUI, significative
MANIFESTATION DE LA CRISE					
▪ Dépression et déflation puis reprise tardive	*				
▪ Croissance et inflation		*			
▪ Quasi-stagnation puis déflation			*		
▪ Récession, sans déflation				*	*
POLITIQUE	<i>Suivre l'orthodoxie</i>	<i>Ne pas répéter 1929</i>	<i>Au fil de l'eau</i>	<i>Prévenir une déflation</i>	<i>Sortir d'une crise systémique</i>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ D'abord laisser-faire</li> <li>▪ Puis tentative de reconfiguration institutionnelle (New Deal)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Réaction rapide de la FED</li> <li>▪ Approvisionnement en liquidité du marché financier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Action tardive de la BdJ et du MdF</li> <li>▪ Pas de restructuration des Banques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rapide baisse des taux d'intérêt</li> <li>▪ Relance budgétaire, y compris conséquences du 11 septembre 2001</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rapide baisse des taux d'intérêt et prêteur en dernier ressort, même pour les banques d'investissements</li> <li>▪ Relance budgétaire.</li> <li>▪ Prise de contrôle ou nationalisation de multiples institutions financières</li> <li>▪ Création d'une institution de défaisance et projet de nouvelles réglementations</li> </ul>
LIEN					
▪ Gravité de la crise / fragilité des banques	*	NON	*	NON	Résilience des banques commerciale, effondrement des banques d'investissement
▪ Absence de crise / Résilience des banques	NON	*	NON	*	Crise financière systémique et structurelle

quelque sorte la conjonction de stratégies microéconomiques tout à fait rationnelles conduit au blocage du marché. Ce trait se retrouve dans la plupart des autres crises, y compris celle des *subprimes* (voir figure 10, infra).

- Le rôle central de la *FED* s'est trouvé confirmé par cet épisode : face à une crise de liquidités, qu'elles que soient les responsabilités des acteurs et les risques d'aléa moral, la Banque centrale est le *prêteur en dernier ressort* qui permet de restaurer la continuité du système de paiements. Cette caractéristique est présente dans la plupart des crises passées en revue par le présent travail.
- À la demande des pouvoirs politiques – mais pas des professionnels qui considèrent qu'il faut laisser jouer les mécanismes de marché ! – sont institués des *coupe-circuits* grâce auxquels les transactions boursières sont arrêtées dès lors qu'une hausse ou une chute exceptionnelle est intervenue. Ainsi, les marchés financiers enregistrent la *sédimentation des règles* instituées pour éviter les crises antérieures. Lorsque d'ailleurs le pouvoir politique revient sur certaines d'entre elles, telle la séparation des banques commerciales et des banques d'investissement, un retour à des formes anciennes de crise devient possible, comme le montrent certains développements de la crise des *subprimes*.

Le premier de ces enseignements, mais pas les deux autres, se retrouve dans la crise américaine suivante.

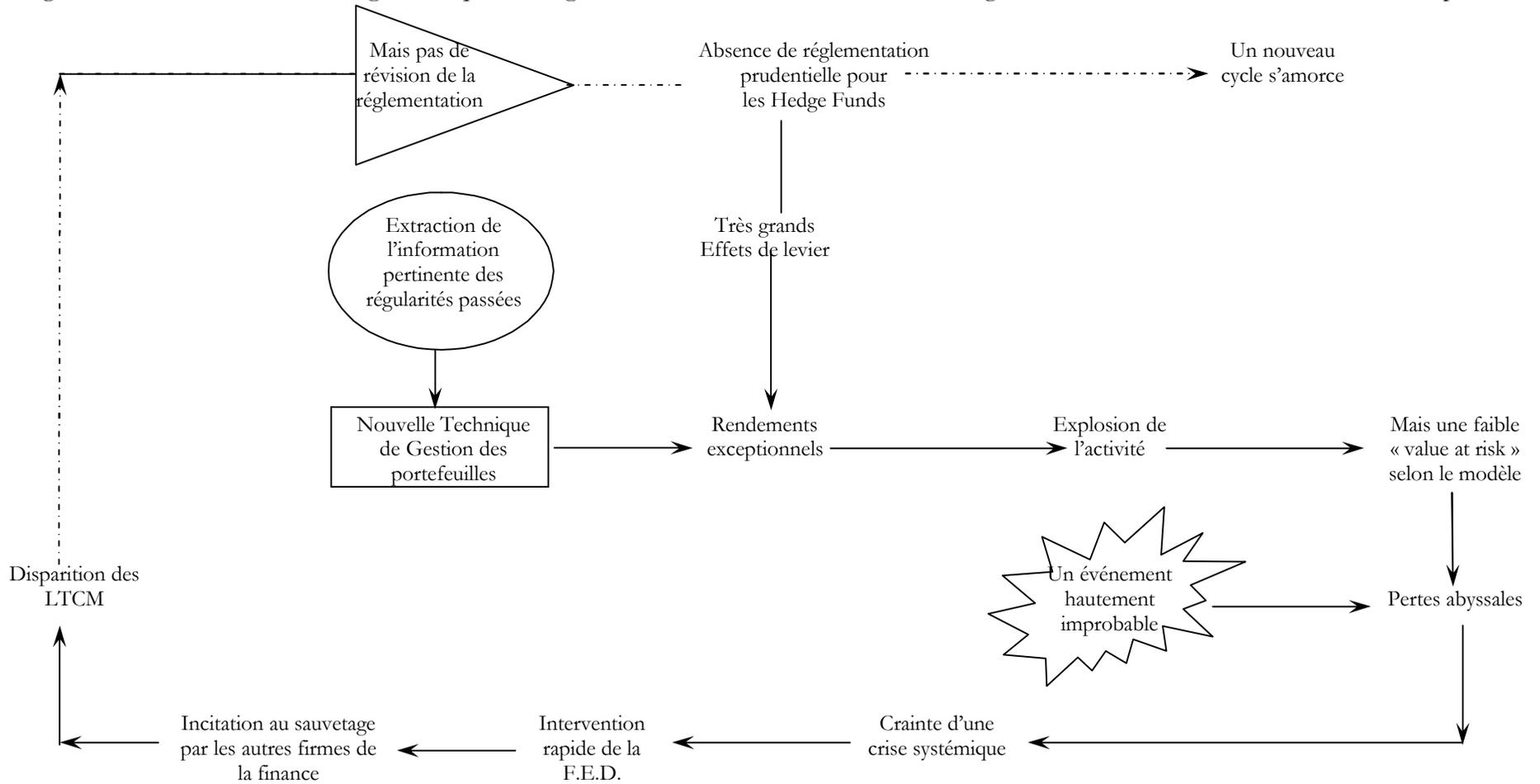
### ***Une première crise annonciatrice du danger des produits dérivés, vite surmontée : l'effondrement de LTCM***

Les théories de la finance de marché ont beaucoup progressé depuis le début de la libéralisation. Les techniques statistiques et mathématiques se sont sophistiquées et les théoriciens ont proposé de nouvelles méthodes pour évaluer le risque et par conséquent de donner un prix aux produits dérivés. Les contributions de Black et Sholes (1973) et Merton (1973) ont ouvert un large domaine à l'invention de nouveaux produits dérivés. Dans ce cas, loin d'observer les régularités résultant du fonctionnement des marchés, ces derniers ont inventé une méthode d'évaluation, l'ont proposé à la communauté financière qui l'a adoptée au point de faire apparaître dans les prix du marché, les régularités que postulait le modèle théorique. Cette performativité de la théorie financière est nouvelle par rapport aux théories tant micro que macroéconomiques standards (Mc Kenzie et Millo, 2003).

On pourrait donc augurer de cette remarquable maîtrise de la mesure du risque que tout risque de crise financière majeure soit éliminé. L'intérêt de l'effondrement du Long Term Capital Management (LTCM) est précisément de montrer que les crises financières ne tiennent pas nécessairement à un basculement dans l'irrationalité d'agents mal informés ou au comportement mimétique des foules (Kindleberger, 1978 ; 1994 ; Shufrin, 2000), mais peuvent dériver de la mise en œuvre d'une nouvelle logique d'optimisation du rendement financier, tellement vigoureuse qu'elle déstabilise les régularités macroéconomiques, d'autant plus que survient un événement réputé n'intervenir qu'une fois par siècle....tout au moins à la lumière des analyses rétrospectives (figure 4).

Les pertes considérables enregistrées par une même institution financière, initialement de taille modeste, posaient en fait deux questions aux autorités publiques en charge de la stabilité financière.

Figure 4 – L'effondrement du *Long Term Capital Management* : une sortie de crise ad hoc sous l'égide de la F.E.D. sans révision des contrôles publics



- *Les produits dérivés sophistiqués* qui sont supposés couvrir le risque de certains agents en exposent en fait d'autres à un risque d'autant plus grand qu'ils deviennent les fournisseurs attirés, si ce n'est exclusif, de ce type de produit. Ce résultat de l'observation de la crise de LTCM est aussi confirmé par diverses modélisations qui prennent en compte les spécificités de l'organisation actuelle du marché financier. En effet, la création d'un marché à terme et d'un produit dérivé peut faire entrer l'économie dans une zone de fragilité financière, sous des conditions vraisemblables au regard des caractéristiques des marchés réellement existants (Artus, 1990 ; Li et Barkley, 2001 ; Brock et *al.*, 2006). Ceci contredit l'intuition – fausse – que l'on pourrait tirer du dernier chapitre de *la théorie de la valeur* de Gérard Debreu (1959) : si tous les marchés à terme sont ouverts, peut exister un équilibre sous les conditions habituelles. Lorsque l'on se rapproche de cet idéal on devrait donc aller vers une stabilisation financière. La littérature financière récente dément cette conjecture, assez essentielle, puisqu'elle est à la base des stratégies de création et de multiplication des produits dérivés.

La brutale apparition de pertes se chiffrant en dizaine de milliards de dollar est la conséquence directe de l'usage d'effets de levier extrêmement élevés, de l'ordre de 30 à 50. Dès lors il suffit d'une chute du prix de 3,3 % ou même de 2 % pour que les pertes dépassent le capital social engagé. C'est tout le problème des *Hedge Funds* ou même de la gestion d'une entité aussi expérimentée que Lehman Brothers : elle ne disposait que d'un milliard de capital propre pour couvrir des actifs supérieurs à 30 milliards.

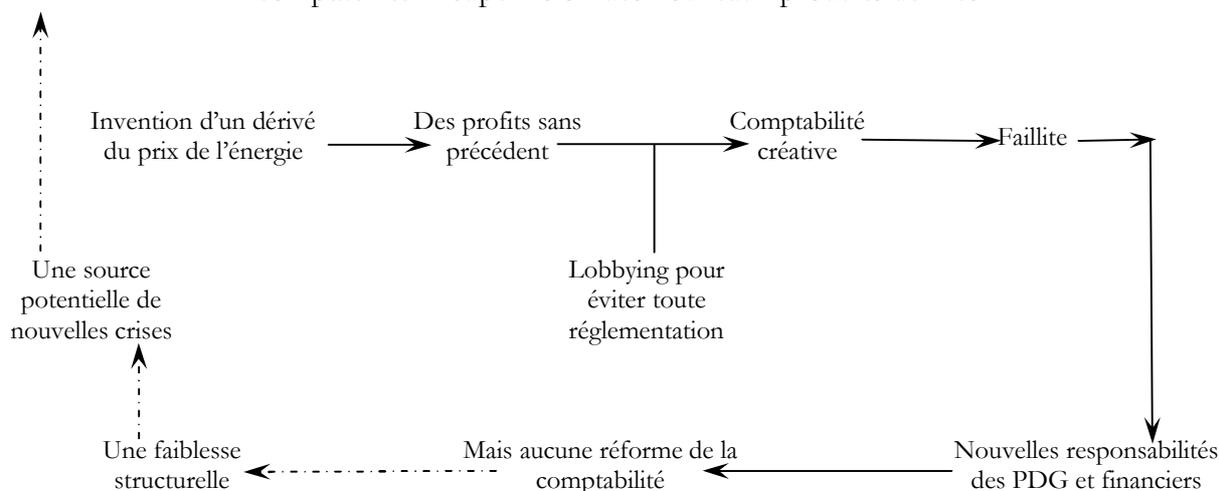
On aurait pu imaginer que les diverses instances de régulation, au sens américain du terme, s'inquiètent de ces risques et tentent de faire passer une réglementation, allant à l'encontre des plus dynamiques des gestionnaires de Wall Street. Or Alan Greenspan va favoriser une solution par *auto-organisation* des intervenants du marché puisqu'il organise la reprise de LTCM par d'autres banques d'investissement, en meilleure santé. Cette élégante et économique solution – du point de vue des finances publiques – a donc contribué à dissimuler les dangers des produits dérivés et de la stratégie des *Hedge Funds*.

### ***L'épisode Enron : une seconde occasion perdue***

Si l'on s'affranchit des caractéristiques exactes du produit dérivé, la même séquence s'observe *mutatis mutandis* pour les produits dérivés de l'énergie proposés par l'entreprise Enron. C'est l'époque de la nouvelle économie et de l'espoir d'une dématérialisation de l'activité économique : pourquoi investir de façon irréversible dans des équipements pour produire et transporter de l'énergie alors qu'il suffit d'organiser le marché à terme des contrats correspondants pour en tirer de substantiels profits, à partir d'une mise en capital modeste garantissant en outre une grande flexibilité de son allocation. Tout comme dans le cas de LTCM, Enron a tellement de succès qu'elle devient une entreprise phare que beaucoup tentent d'imiter, tant les rendements annoncés sont exceptionnels.

Or, on apprend en 2000, que pour l'essentiel ils résultent de pratiques comptables qui, bien que légales, sont tout à fait discutables puisqu'elles consistent à actualiser dès aujourd'hui l'ensemble des recettes associées aux contrats existants, tout en dissimulant les coûts correspondant dans des comptes satellites qui ne sont pas réagregés avec les comptes de l'entreprise mère (Mistral et *al.*, 2003). C'est donc essentiellement le problème de l'information adressée au marché financier qui se trouvait posé : d'où l'appel à la transparence, à la responsabilité, y compris pénale, du PDG et du chef du département financier, ce qui a donné lieu à la loi Sarbanes-Oxley (figure 5).

Figure 5 – La chute d’Enron : durcissement de la responsabilité des dirigeants, sans réforme de la comptabilité ni supervision des nouveaux produits dérivés



Pourtant, se trouvaient posés nombre d’autres problèmes.

- D’abord, les dirigeants d’Enron avaient utilisé leurs *connexions avec le monde politique* pour dissuader les autorités de supervision financières d’établir *le moindre contrôle* ou réglementation sur les produits dérivés, sous le double prétexte d’une complexité qu’ils étaient les seuls à maîtriser et du principe de liberté de l’entreprise. On retrouvera un mécanisme équivalent concernant les *subprimes* dans la seconde moitié des années 2000.
- Ensuite et surtout une comptabilité exclusivement orientée vers la communauté financière et qui met en œuvre le principe de *fair value* fait peser de grands risques sur la stabilité financière. En effet, il introduit une forte pro-cyclicité des résultats annoncés qui, au demeurant, sont virtuels (Boyer, 2007). Autant les acteurs en sont satisfaits dans les périodes d’emballement spéculatif, autant ils vont souffrir d’un *risque brutal de faillite* dans les périodes d’ajustement. Il ne faut pas chercher ailleurs la raison de la faillite de Lehman Brothers, et de l’absorption de Merrill Lynch par Bank of America. Comme la sophistication des produits n’a cessé de progresser et les volumes concernés de s’accroître, les montants financiers engagés sont devenus considérables dans la seconde moitié des années 2000, au point de *menacer la stabilité financière* de l’ensemble du système américain.
- Enfin, dernier paradoxe, si la titrisation était supposée *diffuser le risque*, ce qui fut partiellement le cas, elle a aussi pour conséquence que certaines banques d’investissement ou sociétés d’assurance vont se spécialiser dans certains segments. *La concentration des risques* qui en résultent accroît donc la probabilité de crises financières et leur brutalité lorsque des firmes privées sont contraintes de révéler au marché l’ampleur de leurs pertes, information le plus longtemps conservée comme typiquement privée. D’où le désarroi des autorités publiques qui sont contraintes de faire appel à d’autres organismes financiers privés pour faire le point sur la situation comptable des entités dont elles projettent de prendre le contrôle, comme ce fut le cas pour Bear Stearns.

### ***L’ambiguïté du partage des responsabilités dans la supervision financière : Northern Rock***

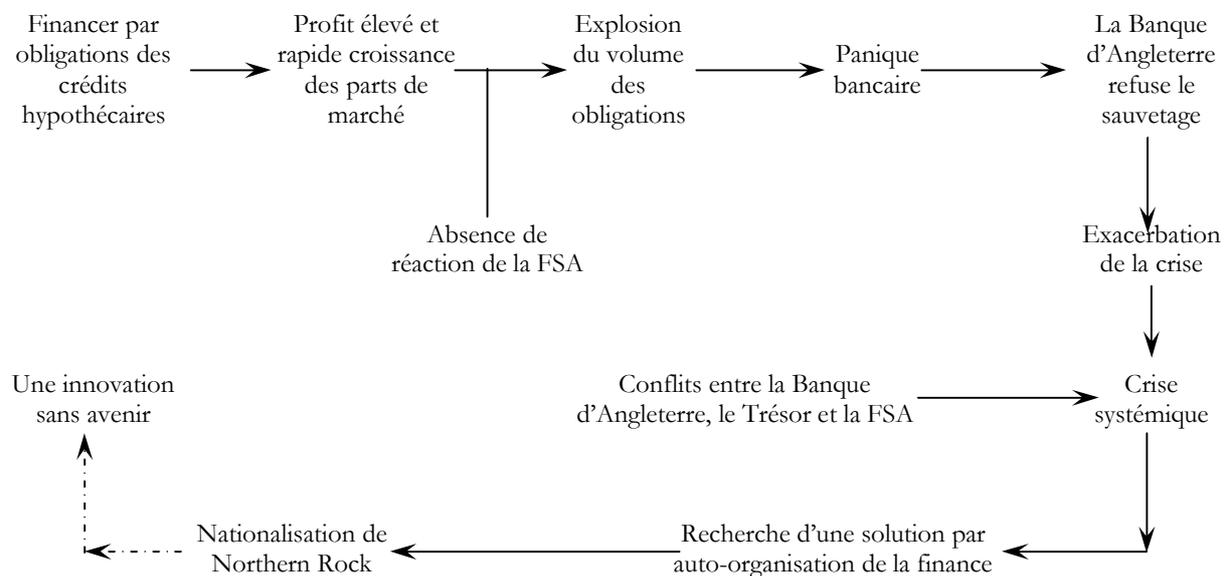
C’est une invitation à analyser brièvement la panique bancaire intervenue en Angleterre car elle illustre un autre point central : du fait de la division du travail des organismes chargés de la

supervision financière et de leur sédimentation tout au long de l'histoire, les pouvoirs publics sont initialement désarçonnés par la brutalité de la crise de Northern Rock (figure 6).

À l'origine, se trouve une innovation qui rencontre tout d'abord un grand succès : cette banque, spécialisée dans le crédit hypothécaire, décide de recourir à des emprunts obligataires massifs pour mieux développer son activité et conquérir des parts de marché. En l'espace de quelques années, Northern Rock devient l'entreprise phare du secteur...tant que se prolonge la bulle immobilière britannique. Les diverses autorités de contrôle (la Banque d'Angleterre, l'Agence Financière, le Trésor, la City) demeurent silencieuses bien que cette stratégie présente des risques nouveaux pour cette banque et par extension le système financier britannique. Dès lors que le marché immobilier se retourne, s'amorce une spirale de dépression des actifs, tant à cause des mauvais crédits que de la chute du cours des actions de la banque. Ses clients, alarmés par la déclaration d'une autorité extérieure se précipitent pour exiger le remboursement de leurs dépôts.

La Banque d'Angleterre, dirigée par un économiste professionnel tout à fait au courant des problèmes d'aléa moral que poserait le sauvetage de Northern Rock, refuse d'abord tout soutien. Plane aussi une ambiguïté sur le partage des responsabilités entre les diverses autorités de contrôle ou de supervision. Conformément à une tradition britannique, le gouvernement espère que la City elle-même parviendra à trouver une solution sans intervention publique. Mais la panique s'étend à l'ensemble du système bancaire britannique de sorte que le gouvernement se voit finalement contraint de nationaliser l'entreprise. Or on le sait une telle mesure n'était pas inscrite au programme du nouveau Labour ! D'où la pertinence de la citation de Ben Bernanke: « *Dans les crises financières il n'y a plus d'idéologues.* »

Figure 6 – L'innovation financière qui déclenche la première panique bancaire depuis 1856



Ce nouvel épisode confirme les enseignements des précédentes crises et apporte quelques compléments.

- En premier lieu, compte tenu de la *plasticité de la finance*, une innovation mise en œuvre par une banque de second rang est susceptible de déclencher un mouvement suffisamment puissant pour *mettre en péril la banque elle-même*, et même le système financier tout entier. On comprend dès lors pourquoi il est important d'avoir des réglementations et des autorités de contrôle couvrant *l'ensemble* du système financier.

- En second lieu, comme les innovations contemporaines mettent en relation divers instruments financiers (crédit, produits dérivés, obligations, swaps, assurance, options) lorsque survient une crise *l'ambiguïté* quant à l'autorité de supervision concernée s'avère préjudiciable à une sortie ordonnée de la crise. Ces diverses autorités peuvent avoir de plus des *conceptions différentes* du traitement des crises financières. Certaines préfèrent éviter la prochaine crise quitte à aggraver la présente en refusant un sauvetage public des spéculateurs maladroits ou imprudents. D'autres considèrent que rien n'est plus précieux dans une économie marchande que la stabilité de l'ordre monétaire et financier...quitte à indemniser les acteurs, mêmes à l'origine de la crise.
- Enfin, la rapidité du renversement de conjoncture, l'inter-connectivité croissante des divers marchés, la facilité avec laquelle s'amorce une spirale de dépression cumulative de tous les actifs tranche en général le débat en faveur d'un *sauvetage public*, au-delà même du programme politique des gouvernements concernés, ou de l'avertissement des économistes ou des protestations des partis politiques d'opposition. La trajectoire américaine depuis mars 2007 est illustrative de l'improvisation qui préside à la gestion des crises financières systémiques.

## 5. Une crise attendue.. bien que sans précédent

Cette mise en perspective historique éclaire sous un jour original la crise financière qui trouve son origine aux États-Unis puis se diffuse au reste du monde du fait du fort degré d'interconnexion des réseaux financiers, du mimétisme qui prévaut dans l'évaluation du risque et finalement des interdépendances liées au commerce international.

### ***La crise des produits dérivés du marché hypothécaire américain : silence des autorités de régulation, puis interventions tardives tous azimuts***

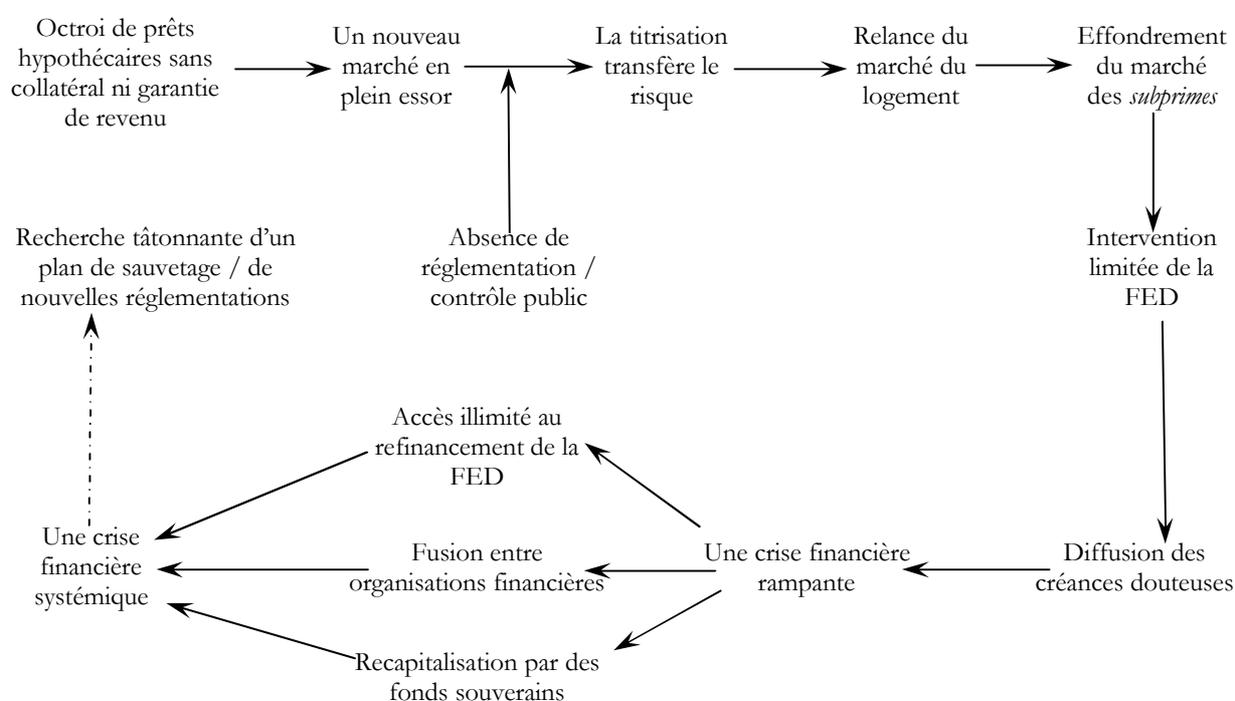
Cet épisode conduit à introduire un autre facteur dans la genèse des bulles associées aux innovations financières, à savoir *le rôle de la banque centrale* dans la fixation de taux d'intérêt bas. C'est le cas aux États-Unis après l'éclatement de la bulle Internet qui suscite un programme de relance par la réduction des taxes et le maintien d'un *taux d'intérêt bas* pour soulager les institutions financières et les ménages endettés. Par ailleurs, l'administration républicaine annonce un programme d'accès à la *propriété du logement* par les minorités et groupes défavorisés de la population américaine. C'est dans l'opportunité de profits ainsi ouverte que se précipitent les établissements de crédits hypothécaires : ils vont s'affranchir de la moindre demande d'information sur le revenu et de tout collatéral dans l'offre du crédit, avec l'espoir que la flambée continue des prix de l'immobilier était la meilleure des garanties. On note aussi qu'un *lobbying* particulièrement actif a obtenu que les produits financiers correspondant et leur titrisation ne soient couverts par *aucune réglementation*. Se trouvaient donc réunis tous les ingrédients du déroulement du profil type d'évolution d'une innovation financière risquée (figure 7).

Dès qu'il ressort, à partir de mars 2007, que le taux des défauts des paiements s'accroît et que commence à chuter le prix du logement, le marché se renverse brutalement et la classification antérieure par tranche de crédit s'avère démesurément optimiste. Le marché des *subprimes* disparaît et comme il occupait une place de choix dans le bilan des diverses banques, s'ouvre une crise de liquidité à laquelle la FED répond initialement par un accès plus facile à la liquidité mais initialement d'un montant modeste. Compte tenu de l'ampleur des actifs concernés, de l'ordre de 3 000 milliards de dollars, il apparaît vite que continuent à se multiplier les défauts de paiement et les actifs dont les banques sont incapables d'évaluer le prix. En effet, le marché des *subprimes* est fermé et les modèles *ad hoc* élaborés par chaque banque, qui supposaient un accès permanent à la liquidité et une faible corrélation des risques, ne livrent plus aucune information pertinente. On

peut parler de *crise systémique* puisque c'est le principe même de la *valorisation des actifs* qui ne fait plus accord, de sorte qu'en particulier, le crédit interbancaire se tarit.

S'ouvre alors une nouvelle phase de la crise à l'été 2008, lorsque la FED garantit un *accès illimité* à la liquidité, suscite des *regroupements* entre établissements financiers alors que sont acceptées les recapitalisations par des *fonds souverains* qui, peu de temps auparavant, étaient réputés nuire à la transparence et la stabilité du système financier mondial ! Le phénomène le plus remarquable est sans doute le caractère tâtonnant de la politique américaine car le secrétaire au Trésor, en permanence, minimise l'ampleur de la crise, la FED accorde des facilités d'accès au crédit et tous deux font appel à la responsabilité de Wall Street, ... sans vraiment prendre la mesure des origines et de la profondeur de la crise : *un blocage d'ensemble* du système d'évaluation des actifs et des passifs. La politique monétaire est, dans ces conditions, un outil bien indirect et grossier pour surmonter cette crise d'un type largement nouveau.

Figure 7 – Une innovation *a priori* dangereuse mais qui s'inscrit dans une politique de généralisation de l'accès au logement

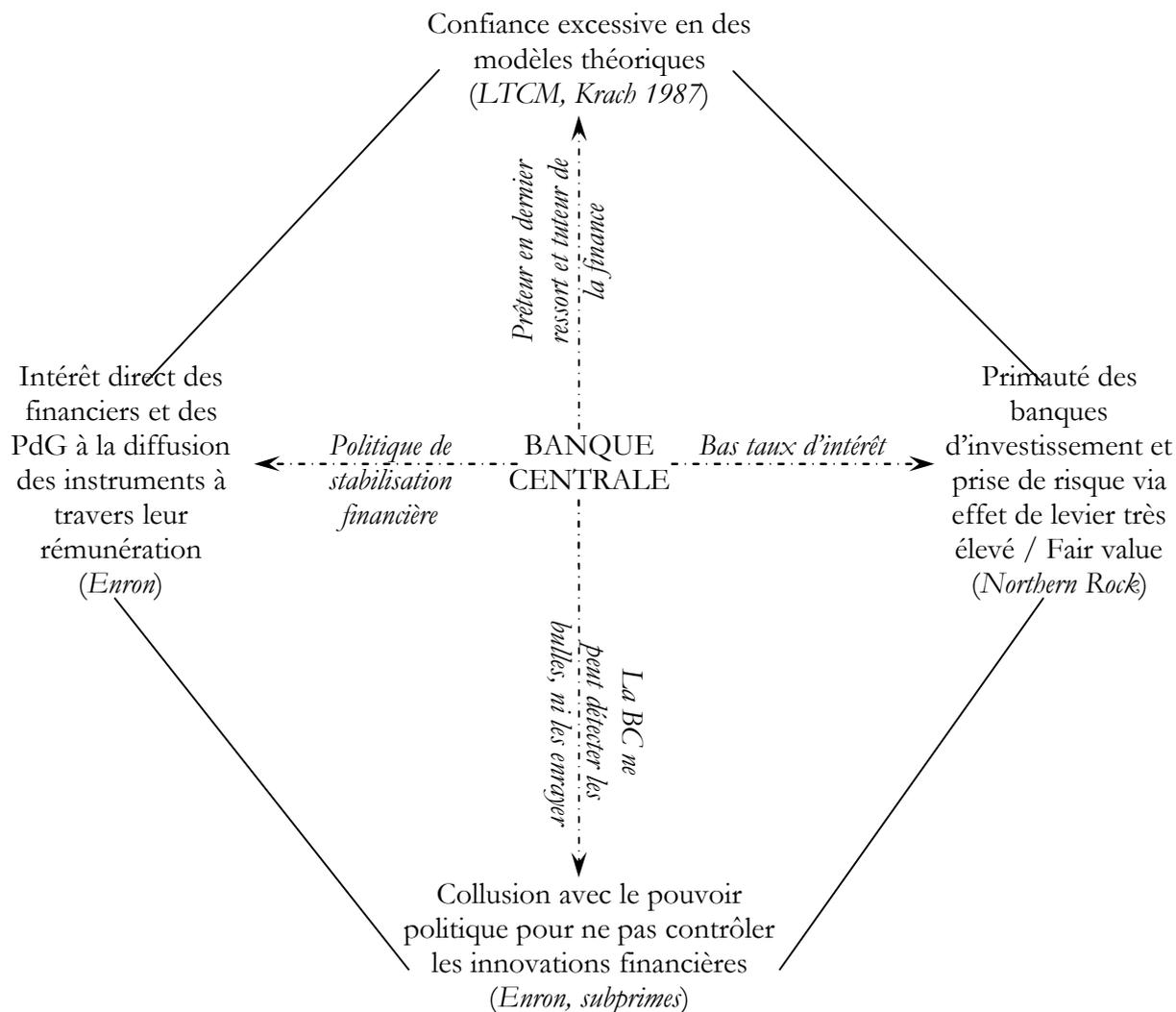


***Une crise d'autant plus grave que se cumulent les fragilités financières à l'origine des crises depuis 1987***

Ainsi dans la crise américaine des *subprimes*, se conjugue l'ensemble des traits déjà diagnostiqués dans les précédentes crises : multiplication d'*innovations ad hoc* difficilement maîtrisables par des tiers, confiance dans des *modèles* estimés sur une période relativement courte, *certitude* d'un accès permanent à la liquidité, course à la recherche des *effets de levier* pour obtenir des rendements toujours plus élevés des capitaux propres en réponse à la valeur actionnariale, *systèmes de rémunération* des intermédiaires financiers favorisant la prise de risque par son report sur des tiers, *lobbying* auprès du pouvoir politique pour éviter toute intrusion des autorités de contrôle dans des marchés particulièrement rémunérateurs. On comprend dès lors que la crise soit d'une ampleur sans précédent puisque se totalise l'ensemble des problèmes et des déséquilibres qui ont en permanence été niés ou reportés dans le temps tout au long des années 2000.

Face à l'éclatement de cette bulle et l'extension et la gravité de ses conséquences pour l'ensemble du système financiers, tant les acteurs du marché que les experts ont été les premiers surpris. Mais il faut s'en étonner car, comme il vient d'être montré, les *avertissements n'ont pas manqué* depuis la fin des années quatre-vingts puisque les diverses crises ont éclairé les différentes faiblesses de l'organisation financière Nord-Américaine. *Confiance excessive* en des modèles théoriques avec le *krach boursier de 1987* et plus encore l'effondrement de *LTCM*. Danger de laisser libre cours à une entreprise de créer puis gérer un marché de masse d'un produit financier potentiellement instable et alimenté par un usage créatif des *conventions comptables* comme le montre la faillite d'ENRON. *Collusion* entre les financiers et le pouvoir politique pour exempter les innovations financières des banques d'investissement de tout contrôle public avec les *dérivés de l'énergie* et bien sûr ceux du *marché hypothécaire* américain. Désarroi des autorités politiques lié au fractionnement du contrôle public, une fois qu'une faillite locale risque de déboucher sur un effondrement systémique avec la faillite puis la nationalisation de *Northern Rock* et les difficultés des autorités américaines à ajuster leurs stratégies à la gravité de la crise des *subprimes*, depuis septembre 2008 (figure 8). Or l'histoire des crises financières enseigne qu'elles sont d'autant plus graves et longues que les *pouvoirs publics tardent* à en prendre la mesure. C'est l'une des raisons pour lesquelles la période actuelle, bien que différente, s'inscrit dans la lignée de celle de 1929.

Figure 8 – La crise des *subprimes* combine la plupart des traits des crises qui se succèdent depuis 1987.



***Le caractère antinomique de la division du travail dans la finance : une crise systémique liée à l'abandon de la responsabilité directe des contractants***

En bonne dialectique, la combinaison de ces mécanismes débouche sur une forme originale de crise, dont certains aspects sont sans précédent. En effet la caractérisation précédente n'épuise pas l'explication du cœur de la crise des *subprimes*. Il faut en trouver l'origine dans la  *croyance* partagée par les financiers et nombre d'experts selon laquelle la finance contemporaine aurait atteint avec les techniques de transfert du risque l'équivalent de la *division du travail* dans le secteur productif traditionnel. La *titrisation* aurait marqué une nouvelle étape dans l'approfondissement de la gestion du risque en le faisant porter sur les acteurs les plus capables de l'évaluer et de l'assumer (Brender, Pisani, 2001). Ce serait donc une contribution majeure à l'efficacité de l'allocation du capital et par voie de conséquence, à la croissance et au bien-être des sociétés modernes. La *séparation du financement et du risque* était même présentée à l'époque comme une étape décisive pour réduire l'ampleur et la fréquence des crises.

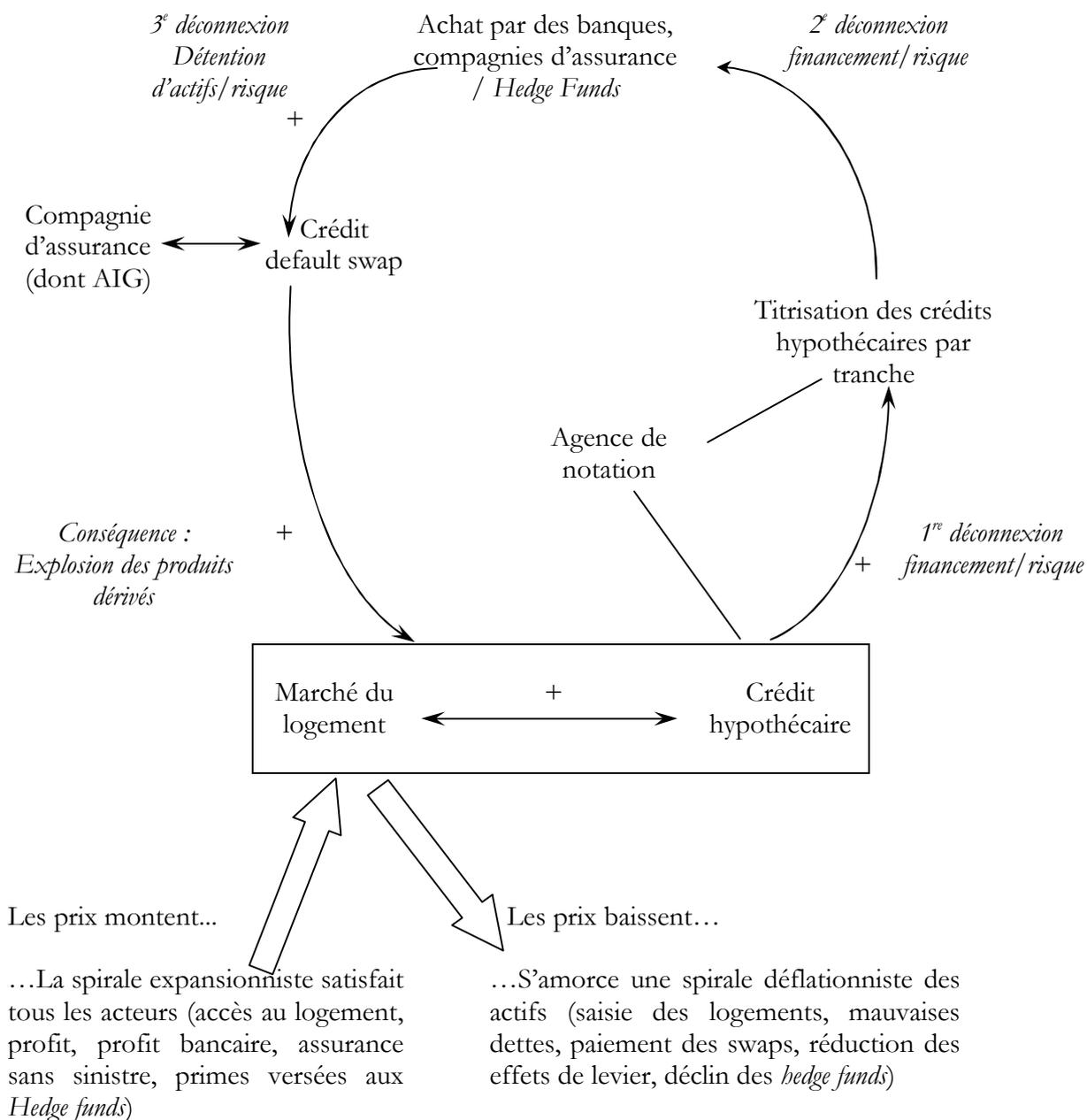
Les enchaînements initiés à partir de mars 2007 démentent à l'évidence cet optimisme mais les analystes développent des interprétations quelque peu superficielles de l'effondrement de la titrisation : tout tiendrait à l'*absence de transparence*, au *manque d'éducation* des pauvres américains qui ont accepté des crédits pour acheter un logement dont ils n'avaient pas les moyens, ou encore à la *corruption et collusion* de certains financiers avec le pouvoir politique. La raison de l'échec est en fait beaucoup plus fondamentale et prend à revers les théoriciens du libéralisme à leur propre jeu. L'*Ecole de Chicago* ne met-elle pas en exergue la nécessité d'une définition claire des droits de propriété et par conséquent des contrats ? Les théoriciens de l'*asymétrie de l'information* n'ont-ils pas développé nombre de modèles pour démontrer que le principal avait intérêt à acquérir un maximum d'information et concevoir des contrats adéquats pour éviter les comportements opportunistes porteurs d'inefficacité, voire d'effondrement des marchés ?

La création du marché des *subprimes* prend le strict contre-pied de ces recommandations d'écoles de pensée pourtant réputées antagoniques. En effet, l'invention de la titrisation ouvre la possibilité de reporter le risque de non paiement sur l'acheteur d'un titre financier construit à partir du groupement d'un ensemble de crédits, réputés homogènes à la lumière de l'évaluation d'*agences de notation*...au demeurant rémunérées par l'émetteur du titre. L'intermédiaire financier vend à son tour, en partie ou en totalité, les produits correspondants qui sont achetés par des banques et des compagnies d'assurance qui ne jugent pas nécessaire d'évaluer par elle-même la valeur de ces titres et leur risque de non paiement. C'est d'autant plus le cas qu'une compagnie d'assurance, par exemple AIG, leur propose un *Credit Default Swap* (CDS). En pleine période d'euphorie, avec peu de défaut de paiement des crédits hypothécaires, les contrats correspondants s'avèrent particulièrement rémunérateurs. Ainsi s'amorce *un cycle d'irresponsabilité généralisée* des acteurs du système financier (figure 9).

A l'opposé de la recherche de la transparence, les acteurs perdent progressivement conscience des facteurs dont dépend la rentabilité de leur investissement, d'autant plus que s'empilent les *dérivés de produits dérivés*, dont il n'est même pas sûr que les auteurs soient capables d'explicitier les conditions de viabilité, tout particulièrement au niveau macroéconomique. Simultanément, à partir d'une même créance de base, se multiplient les créations d'instruments financiers dérivés. Ainsi, en décembre 2007 les CDS représentaient *62 000 milliards de dollars* alors que le montant maximum de la dette qui était supposée être assurée n'était que de *5 000 milliards de dollars*. Cette multiplication, loin de signifier une division du travail dans la prise de risque manifestait l'ampleur d'un phénomène purement spéculatif. (Crotty, Epstein, 2008). Enfin, ce processus d'innovations financières créatives accentue la *procyclicité* de la prise de risque : tous veulent détenir ces produits dans le boom, plus personne n'en veut une fois la crise ouverte.

Pour résumer, la finance a elle-même organisé l'*antinomie de la division des risques* qui précipite la *quasi-faillite* du système financier américain.

Figure 9 – La dissolution de la responsabilité du contrat de prêt comme origine de la crise des subprimes



Ce schéma éclaire non seulement la marche à la crise mais aussi son déroulement. En effet, lorsque les prix de l'immobilier commencent à baisser, les pertes concernent non seulement les ménages américains expulsés de leur logement et les organismes spécialisés dans le crédit hypothécaires mais aussi la presque totalité des acteurs de la finance et de l'assurance. Par rapport à l'épisode des *Savings and Loan* du milieu des années quatre-vingt dans lequel se développaient symétriquement surproduction de logement et créances douteuses dans les organismes de crédit, c'est l'ensemble de la pyramide des instruments financiers qui s'écroule, dans une spirale déflationniste des actifs financiers. Le phénomène le plus marquant est à cet égard la flambée de la prime de risque (SPREAD) associée aux produits dérivés (graphique 1). Par effet de ricochet, nombre d'établissements financiers étaient porteur, à titre permanent ou transitoire, de ces produits financiers dont la perte de valeur anticipée est telle que pèse un risque de faillite même sur les établissements de premier rang. Le crédit interbancaire devient de plus en plus

problématique car chaque banque doute de la solvabilité et liquidité des autres (graphique 2). La Banque centrale américaine a beau leur ouvrir des lignes de refinancement, cette incertitude radicale n'est pas levée pour autant. Ce n'est jamais que la conséquence du fait que la plupart des produits financiers se sont développés à partir de la séparation du financement et de la prise de risque, de sorte que la nature même de leurs actifs devient problématique. La difficulté d'évaluation n'est donc pas qu'un simple problème technique puisqu'elle résulte du caractère mal défini des actifs qui se sont empilés à partir d'une relation de crédit distendue. On est loin des paniques financières traditionnelles dans lesquelles des phénomènes de foule précipitent la chute d'un système entier. L'essentiel de la crise de mars 2007 à septembre 2008 se déroule donc au sein du système financier américain : « qui doit combien à qui ? » Personne ne sait. Ni le Trésor, ni la Banque centrale...pas plus d'ailleurs que Wall Street.

Un blocage du crédit interbancaire et défiance cumulative des marchés financiers

Graphique 1 –  
Un premier indice de crise bancaire



Graphique 2 –  
Un second indice



Graphique 3 –  
Une amplification par le marché financier



Source : Artus Patrick (2008), « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris, p. 2 et 3.

Si l'on osait manier l'ironie, on pourrait affirmer que cette crise est *un triomphe de la conception Hayekienne des prix comme vecteur de l'information* : pour l'avoir en permanence pervertie, Wall Street s'effondre en tant que modèle organisationnel et pouvoir hégémonique dans la définition des priorités économiques des États-Unis. En témoigne l'effondrement des cours boursiers du secteur des banques car la défiance des investisseurs porte de façon déterminante sur la viabilité problématique de la configuration actuelle du système américain (graphique 3).

## 6. La fin du régime d'accumulation tiré par le crédit aux ménages

La crise des subprimes marque probablement la fin d'une époque tant pour la financiarisation que pour les ressorts de la croissance aux États-Unis. Pour en comprendre l'importance, il faut concevoir la crise de 2007-2008 comme la conjonction de trois processus.

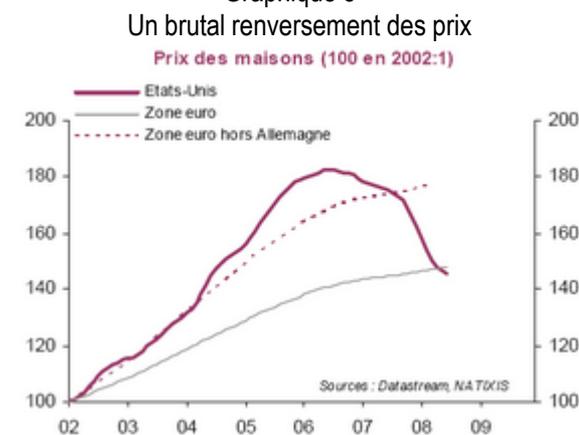
- Les États-Unis connaissent *une crise tout à fait classique* dans laquelle la surproduction de logements a pour correspondant la production de créances irrécouvrables. À cet égard, dès 2006, les permis de construire s'effondrent mais par inertie le stock de logements invendus s'accroît. Alors que, comme à la fin de la bulle Internet, les financiers avaient convaincu le public que les prix, en l'occurrence du logement – et non plus du cours des firmes de la nouvelle économie – ne pouvaient qu'augmenter, la surproduction déclenche un mouvement de décélération puis de décroissance modérée puis rapide des prix (graphiques 4 et 5). C'est conforme à une régulation concurrentielle d'un secteur fort éclaté. On note à cet égard que la flambée des prix a été plus modérée dans la zone euro et que jusqu'en 2008 les prix de l'immobilier n'ont pas encore chutés. La brutalité du renversement des prix n'a pas été sans conséquence sur les produits financiers dérivés puisqu'il a déjoué tous les pronostics dérivés de l'observation de la seule période de boom. Il faut donc récuser l'interprétation des milieux financiers qui affirment qu'ils ont été victimes d'un événement qui ne se produit qu'une fois par siècle.

### Une crise traditionnelle de surproduction de logements

Graphique 4 –



Graphique 5 –

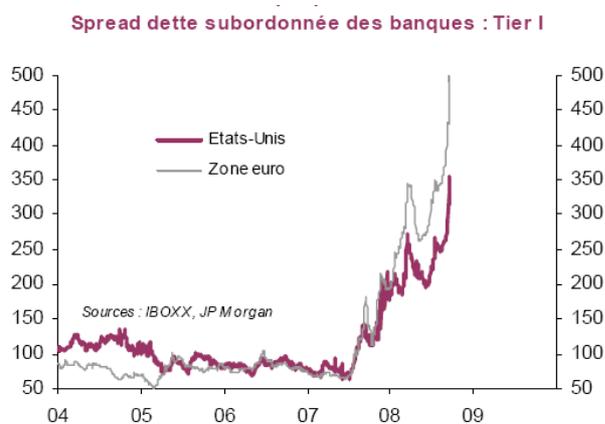


Source : Artus Patrick (2008a), « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris, p. 4 et 6.

- La crise immobilière fait deux victimes. Ce sont d'abord les Américains qui sont expulsés en masse de leur logement au point de créer de nouvelles villes fantômes... dont l'Amérique est coutumière. Mais conformément à la fable de l'arroseur arrosé, les financiers sont aux premières loges pour mesurer la gravité de la crise. Sachant qu'aucun de leurs partenaires ne sait quelle est sa solvabilité, ils s'empressent de couper tout crédit, si ce n'est au jour le jour et à des taux dignes de la défiance que suscitaient dans les années 90 les établissements financiers des pays émergents en crise (graphique 6). Comme les organismes semi-publics de régulation du marché des prêts hypothécaires avaient été incités à prendre plus de risques et être plus dynamiques – nouvelle preuve de la prégnance de la convention du logement pour les pauvres – Fannie Mae et Freddie Mac n'évitent la faillite pure et simple que grâce à un contrôle public complet, dans l'espoir que cela freine l'effondrement des autres dominos du marché hypothécaire (graphique 7). On mesure l'ampleur des effets de réverbération internes au système financier américain.

## Une crise systémique : effondrement et faillite d'intermédiaires financiers

Graphique 6 –  
Une défiance des marchés à l'égard des banques



Graphique 7 –  
Crise et transformation des deux organismes  
régulateurs du marché hypothécaire



Source : Artus Patrick (2008b), « Plaidoyer pour la création « d'acheteurs d'actifs risqués en dernier ressort », *Flash économie*, n° 416, 23 septembre, Natixis, Paris, p. 6 et (2008a), « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris, p. 3.

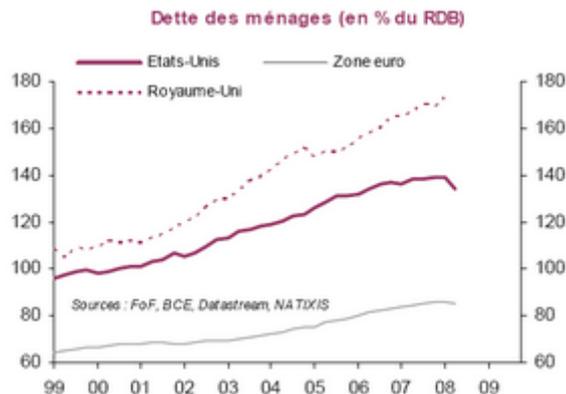
- À l'automne 2008, les effets récessionnistes sur l'économie réelle commencent à se faire sentir. Mais il serait erroné d'imaginer qu'il s'agit d'un cycle des affaires comme les autres. Comme il a été déjà montré dans l'analyse de la succession des crises (figures 3 à 7) et comme cela avait pu être anticipé grâce à l'usage d'un modèle extrêmement simple de croissance tirée par la finance (Boyer, 2000a), la crise des *subprimes* marque l'arrivée aux limites de la croissance américaine. Non seulement l'accès plus facile au crédit et les espoirs d'enrichissement grâce à la Bourse ont quasiment réduit à zéro l'épargne des ménages (graphique 8) mais encore ce processus n'a été acquis qu'à travers un approfondissement continu de l'endettement rapporté au revenu disponible des ménages (graphique 9). À cet égard les États-Unis ne sont dépassés que par la Grande-Bretagne, elle aussi victime d'une crise majeure et précoce par rapport au reste de l'Europe.

## Un coup d'arrêt à la croissance tirée par l'endettement croissant des ménages

Graphique 8 –  
Un taux d'épargne très faible

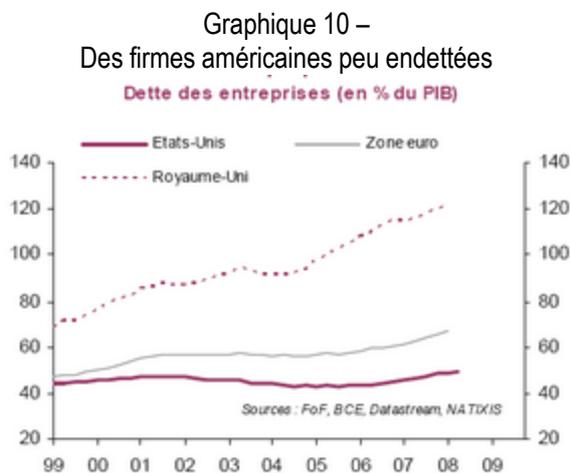


Graphique 9 –  
Un endettement cumulatif



C'est ainsi une autre nouveauté par rapport aux analyses dérivées du modèle de H. Minsky ou encore de l'accélérateur financier qui partagent une hypothèse commune : l'instabilité vient de l'endettement excessif des entreprises à la fin du boom. Ce n'est pas le cas pour les entreprises non financières américaines en 2008 car elles ont appris des crises précédentes les dangers d'un

surendettement (graphique 10). À l’opposé, les entreprises financières ont usé et abusé des effets de levier et c’est pour cela qu’elles font faillite en chaîne. Comme le crédit sera de plus en plus difficile à obtenir, elles vont pourtant à leur tour souffrir de la crise des *subprimes* et alimenter une deuxième vague dépressionniste. Il s’agit donc d’une crise structurelle puisque même les firmes qui n’ont pas fait d’erreurs de gestion peuvent se trouver menacées de faillite.



Source : Artus Patrick (2008c), « Trois méthodes pour réduire le levier d’endettement », *Flash économie*, n° 414, 23 Septembre, Natixis, Paris, p. 2.

## 7. Conclusion : un changement d’époque...

Dans les théories conventionnelles, la finance est supposée aider à la stabilisation des fluctuations économiques, contribuer à l’efficacité de l’allocation du capital et répondre aux besoins de financement de l’activité réelle. La présente analyse montre, au contraire, que le secteur réel est la prochaine victime des excès de la libéralisation et de l’innovation financière sans contrôle. Ainsi l’opinion publique américaine, pourtant si portée à dénoncer le rôle négatif de Washington et des réglementations fédérales demande aujourd’hui une reprise en main par la collectivité de l’organisation financière. Au mot d’ordre « laissez-nous nous enrichir sans frein même si nous ne comprenons pas pourquoi » a succédé une demande pressante « protégez-nous d’une finance prédatrice et garantisiez nos avoirs » (Voir tableau 3).

Dernière ironie de la période, les pays retardataires dans la « modernité financière » avaient jusqu’en septembre 2008 beaucoup mieux résisté que Wall Street et la City. Cependant, avec l’incapacité des pouvoirs publics à restaurer la viabilité du système financier américain, se propagent déjà en octobre 2008, les faillites de divers établissements anglais, allemands, luxembourgeois, islandais. Au point que les dirigeants du G8 puissent envisager une reprise de contrôle de la finance à l’échelle internationale. Une époque se termine, une autre s’ouvre, fort incertaine.

Tableau 3 – La crise américaine du marché hypothécaire comme fin du régime d'accumulation tiré par la finance

Composantes	Avant 2007	Après 2008
1. Conception générale	Marchés fondamentalement autorégulateurs	Besoin de vigoureuses et multiformes interventions publiques pour éviter l'effondrement financier aux États-Unis
2. Les produits phares	Dérivés de tous types, spécialement « Over the Counter »	Retour aux produits financiers de base
3. Les acteurs clés	Wall Street, Equity Funds, FMI (pour les PVD)	Fonds souverains, FED, Trésor Américain, Banques centrales des PVD
4. Le type d'intervention publique	Règles « horizontales » <ul style="list-style-type: none"> <li>• Laisser faire financier</li> <li>• Idéal d'autorégulation de la finance</li> </ul>	Règles « verticales » émanant de l'État <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nationalisations, prises de contrôle public</li> <li>• Garantie de l'État en dernier ressort</li> </ul>
5. Opinion publique	« Laissez-nous nous enrichir rapidement, même si nous ne comprenons pas pourquoi »	« Protégez-nous d'une finance prédatrice et garantissez notre épargne »
6. Régime d'accumulation implicite	Tiré par la finance... ...pour tous Les retardataires seront les perdants	Soutenu à bout de bras par le budget, la fiscalité, la politique monétaire. Les « retardataires » sont appelés à la rescousse pour maintenir la viabilité du système

### ...Qui appelle une reprise de contrôle de la finance

Les développements qui précèdent suggèrent quelques propositions. Elles dérivent de l'hypothèse, assez largement confirmée par l'analyse historique comparative, que toutes les crises financières ne sont pas inévitables et qu'il existe des dispositifs permettant d'en diminuer la fréquence et/ou la gravité (tableau 4).

1. Il importe de tirer tous les *enseignements de l'histoire* des crises pour tenter de prévoir la prochaine.
2. La non-répétition de la crise des *subprimes* implique une supervision *intégrée* banques commerciales, d'investissements, sociétés d'assurance.
3. Ne pas permettre la rupture du *lien de responsabilité* entre créditeurs et débiteurs et de ne pas se contenter de rendre plus transparent le risque associé aux produits dérivés.
4. Interdire de nouveaux produits financiers basés sur un transfert du risque *des mieux vers les moins informés*.
5. Instituer de procédures d'agrément de nouveaux produits financiers sous la condition d'incorporation de clauses garantissant l'absence d'*externalité macroéconomique* majeure.
6. Recruter les meilleurs financiers dans l'*agence financière* de contrôle, afin de réduire l'asymétrie entre privé et public concernant les compétences en matière de finance de marché.

7. Réaffirmer, à la suite de Karl Polanyi, que le rôle de la finance n'est pas de contrôler et d'organiser la société à son profit, mais qu'il revient *aux processus collectifs*, de nature essentiellement politique, de faire coïncider la direction et l'intensité de l'innovation, y compris financière, avec la poursuite du *mieux être de la société*.

Tableau 4 – Comment traiter les crises financières ?

	<i>Ex post</i>	<i>Ex ante</i>
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Légitimité car besoin de restauration de la stabilité financière</li> <li>• Pa d'interférence dans la période de boom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réduction du coût d'une éventuelle crise résiduelle</li> <li>• Moindre volatilité favorable à la croissance et la réduction des inégalités</li> </ul>
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gravité de la crise au prorata de l'inaction antérieure</li> <li>• Coût en termes de croissance et niveau de vie</li> <li>• Effet d'aléa moral</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interférence avec initiative privée</li> <li>• Possibles erreurs de diagnostic</li> <li>• Manque d'instruments</li> </ul>
Méthodes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prêteur en dernier ressort</li> <li>• Chambre de défaisance sur fonds publics</li> <li>• Nationalisations</li> <li>• Restructuration à l'initiative de la profession</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politique monétaire prenant en compte l'objectif de stabilité financière</li> <li>• Réglementation uniforme, limitation des effets de levier</li> <li>• Autorisation de certaines innovations dangereuses pour la stabilité</li> </ul>

## Références

- AGLIETTA Michel (1992), "Les dérapages de la finance japonaise", *Economie Prospective Internationale*, n° 51, 3<sup>e</sup> trimestre, p. 9-29.
- AGLIETTA Michel (1998), "L'avenir du capitalisme", *Note de la Fondation Saint Simon*, Paris.
- AGLIETTA Michel, REBERIOUX Antoine (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- ARTUS Patrick (1990), « Quand la création d'un marché à terme peut-elle déstabiliser le cours au comptant ? », *Revue Économique*, Vol. 41, n° 1, p. 71-93.
- ARTUS Patrick (2008a), « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris
- ARTUS Patrick (2008b), « Plaidoyer pour la création « d'acheteurs d'actifs risqués en dernier ressort », *Flash économie*, n° 416, 23 septembre, Natixis, Paris,
- ARTUS Patrick (2008c), « Trois méthodes pour réduire le levier d'endettement », *Flash économie*, n° 414, 23 Septembre, Natixis, Paris.

- BLACK Fisher, SHOLES Myron (1973), "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, p. 637-54.
- BLINDER Alan (1997), *The Art of Central Banking*, MIT Press, Cambridge MA.
- BOYER Robert (2000a), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, Vol. 29, n° 1, February, p. 111-145.
- BOYER Robert (2002a), *La croissance, début du siècle*. De l'octet au gène, Albin Michel, Paris.
- BOYER Robert (2004), « La crise japonaise : structurelle, financière...politique ? », dans Durille-Feer Evelyne, Jun Nishikawa (dir.), *La finance et la monnaie à l'âge de la mondialisation : examen comparatif de l'Europe et de l'Asie*, L'harmattan, Paris, p. 161-184.
- BOYER Robert (2005), "From Shareholder Value to CEO Power: the Paradox of the 1990s", *Competition & Change*, vol. 9, n° 1, March, p. 7-47.
- BOYER Robert (2007) « Assessing the impact of fair value upon financial crisis », *Socio Economic Review*, Vol. 5, n° 4, October, p. 779-807.
- BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique (2004), *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'analyse Économique, n° 50, La documentation française, Paris.
- BROCK William, HOMMES Cars, WAGENER Florian (2006), "More Hedging Instruments may destabilize Markets", Tinbergen Institute Discussion Paper, 080/1.
- DEBREU Gérard (1959), *la théorie de la valeur*, Dunod, Paris.
- EICHENGREEN Barry (2003), « Les crises récentes en Turquie et en Argentine sont-elles les dernières d'une espèce en voie de disparition ? », *Revue d'économie financière*, n° 70, Janvier, p. 51-64.
- ERTUK Ismail, FROUD Julie, JOHAL Sukhdev, LEAVER Adam and WILLIAMS Karel (2008), *Financialization at work*, London, UK Routledge
- GARBER Peter M. (2000), *Famous First Bubbles: The Fundamental of Early Mania*, Cambridge, MIT Press.
- KINDLEBERGER Charles P. (1978), *Manias, panics and crashes*, Basics Books
- KINDLEBERGER Charles P. (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Éditions P.A.U, Paris.
- LI Honggang, Rosser J. BARKLEY Jr. (2001), Emergent volatility in asset markets with heterogeneous agents, *Discrete Dynamics in Nature and Society*, vol. 6, n° 3, p. 171-180.
- MACKENZIE Donald and MILLO Yuval (2003), "Constructing a market, performing theory: the historical sociology of a financial derivatives exchange" *American Journal of Sociology*, 109: 107-45.
- MERTON Robert C. (1973), "Theory of rational option pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 4, p. 141-183.
- MISTRAL Jacques, de BOISSIEU Christian, LORENZI Jean-Hervé (2003), « Les normes comptables et le monde post-Enron », *Rapport du Conseil d'Analyse Économique*, n° 42, documentation Française, Paris.
- MONTAGNE Sabine (2003), « Les métamorphoses du trust : Les fonds de pension américains entre protection et spéculation », Thèse Université Paris 10-Nanterre, Décembre.
- MONTAGNE Sabine (2006), *Les fonds de pension : entre protection sociale et spéculation*, Odile Jacob, Paris.
- PLIHON Dominique (2001), Quelle surveillance prudentielle pour l'industrie des services financiers ?, *Revue d'Economie Financière*, numéro spécial « Sécurité et régulation financières », n° 60.
- PLIHON Dominique (président) (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Groupe du Commissariat Général du Plan, Paris, La Documentation française, Octobre.
- SHEFRIN Hersh (2000), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, Harvard Business School Press.
- SHILLER Robert J. (2000), *Irrational Exuberance*, Pinceton, NJ, Princeton University Press.
- SHLEIFER Andrei (2002), *Inefficient markets*, Oxford, Oxford University Press.
- YOSHIKAWA Hiroshi (2002), *Japan's Lost Decade*, The International House of Japan, Tokyo.