

# PRIX DU MEILLEUR ARTICLE FINANCIER

Rigueur de l'analyse, attractivité et originalité du style, vertu pédagogique : les ingrédients d'une réussite depuis 16 ans !

**2012**

Catégorie "Chroniques"

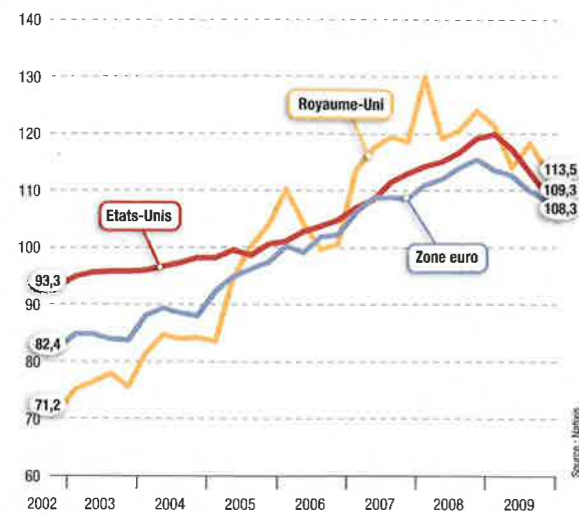
**Christian CHAVAGNEUX**  
***Alternatives Economiques***

"Des bulles de crédit aux crises  
financières"



Trop de crédits pour la finance

Endettement du secteur financier en fin de trimestre, en % du PIB



**Lecture :** au cours des années 2000, le secteur financier a beaucoup emprunté, en particulier pour spéculer. Il a fallu la crise de 2007-2008 pour que le mouvement s'inverse.

core du fait de ce surcroît de demande, servant de garanties pour de nouveaux prêts, etc. En cela, toute bulle financière est d'abord une bulle de crédit.

Les économistes américains Barry Eichengreen et Kris Michener ont ainsi qualifié la crise de 1929 de « boom de crédit qui a mal tourné ». Le constat est identique pour la crise des *subprime*. Mais, contrai-

rement à ce qui est souvent mis en avant, la forte progression de l'endettement immobilier des ménages américains (ou irlandais ou espagnols, ces deux pays ayant également connu une bulle immobilière), notamment des plus pauvres, n'est pas le principal coupable. Une montée des défauts de remboursement

Toute bulle financière est d'abord une bulle de crédit

de leurs débiteurs, et provoqué une crise locale et circonscrite. La bulle de crédit qui a causé le plus de dommages concernait les acteurs de la finance : entre décembre 2002 et décembre 2008, l'endettement du secteur financier américain rapporté au produit intérieur brut (PIB) a progressé de 26 points de pourcentage, celui de la zone euro de 33 points et celui du Royaume-Uni, probablement le plus touché par la crise, de 53 points de PIB ! Ces crédits ont nourri l'achat des produits financiers toxiques créés par les innovations, et c'est ce mélange qui a transmis le virus de la crise à l'ensemble du système financier américain et international. Quand les bulles de crédit nourrissent la spéculation sur les innovations des acteurs financiers, la bulle d'actifs suit et le krach pointe.

Que faire pour l'éviter ?

Avant la crise des *subprime*, les régulateurs considéraient que la condition nécessaire et suffisante pour avoir un système financier stable était que chaque



Stephen Morgenstern - Laif/Réa

Un débat théorique ancien

Dès 1865, le baron James de Rothschild affirme, devant une commission d'enquête française sur la circulation monétaire, que « si les spéculateurs peuvent compter sur un crédit illimité, personne ne peut dire l'ampleur de la crise qui s'en suivra » ! Le lien entre emballement du crédit, bulle et krach financier a donc été repéré de longue date. Il tient d'ailleurs une place importante dans l'*Histoire mondiale de la spéculation financière* de l'économiste et historien américain Charles P. Kindleberger, un ouvrage de référence sur les crises.

C'est en fait l'économiste britannique John Mills qui, en 1868, écrit un article d'une grande lucidité sur les mécanismes qui lient spéculation, crédits et crises financières. Bien avant John Maynard Keynes, il affirme que les bulles spéculatives et de crédit sont avant tout une question psychologique, fondée sur la volonté des financiers de croire, tous ensemble, qu'ils vivent une période différente, qu'ils sont les témoins privilégiés du développement d'une « nouvelle économie », dont les innovations sont sources

de profits élevés et infinis. On entre alors dans une période dangereuse où « le crédit et la spéculation interagissent comme stimulants réciproques. En poussant les prix et les profits à la hausse, l'inflation de crédits incite à promouvoir la spéculation ; et la spéculation ne peut se poursuivre qu'en multipliant les instruments du crédit », écrit Mills.

Dans un bilan de la littérature sur les crises publié en 1938, le professeur Jean Lescure mentionne un vaste ensemble de réflexions économiques sur ce qu'il appelle les « crédits de complaisance » ou les « abus de crédits », dont les publications s'étalent entre 1870 et 1929. On y retrouve notamment les travaux de l'école ultralibérale autrichienne, en particulier ceux développés par Ludwig von Mises et Friedrich Hayek. A l'occasion d'un long article publié en 1928, Mises montre que l'école autrichienne ne croit pas à la fin des cycles ni à l'avènement d'une nouvelle économie aux perspectives de profits sans fin. La crise menace toujours : poussés par leur soif de profits, les banquiers privés ont tendance

à pousser le crédit outre mesure ; ils inondent l'économie de financements et font baisser les taux d'intérêt en dessous du niveau qui assurerait un financement sain de l'économie, ouvrant la porte au crédit spéculatif. Dans son article « Monetary Theory and the Trade Cycle » (« La théorie monétaire et le cycle du commerce »), paru en 1929, Friedrich Hayek réclame plus de transparence des bilans bancaires pour pouvoir mieux les surveiller.

Mais l'intérêt de l'approche autrichienne s'arrête là. Pour Mises, il y a excès de crédits dès que les banques distribuent un montant de crédits supérieur à la somme des métaux qu'elles détiennent et de leurs dépôts à vue. Or, c'est le cas dans tout système bancaire moderne. De plus, la solution proposée par les Autrichiens pour gérer les bulles de crédit, qui consiste à laisser mourir tous ceux qui ont trop emprunté, a donné toute sa mesure après la chute de Lehman Brothers : le système bancaire mondial a failli faire naufrage et l'économie de la planète avec ! ●

banque prise individuellement soit en bonne santé et que chacune ait mis assez d'argent de côté pour faire face à d'éventuelles difficultés. La faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers a montré que cela n'était pas suffisant et que, pour diminuer la probabilité de futures crises, il fallait à la fois maîtriser le crédit spéculatif et faire attention aux liens de dette unissant tous les acteurs financiers entre eux. Ceci afin de mesurer ce que les problèmes des uns pouvaient causer comme dommages aux autres. Ces deux aspects définissent ce que l'on appelle des « politiques macroprudentielles ».

Les régulateurs sont donc en train de tenter de définir à quoi correspond une progression « normale » du crédit dans une économie, en fonction de son potentiel de croissance. Puis de repérer le moment où le crédit s'emballe et devient excessif au regard de cette norme, signe que les banques fournissent sûrement les financements nécessaires à la formation d'une bulle spéculative.

L'étape suivante consiste à repérer les banques, mais aussi les gros fonds spéculatifs et tous les établissements financiers importants qui participent à cette bulle et à leur imposer de mettre davantage de capital de côté pour faire face à l'accroissement des risques qu'ils sont en train de prendre. Ce qui va casser la rentabilité des crédits, les faire diminuer et crever la bulle avant qu'elle ne devienne importante.

Une enquête du Fonds monétaire international (FMI), publiée en mars 2011 et menée auprès de 64 autorités de régulation financière, montre que la mise en œuvre des politiques macroprudentielles a déjà démarré : 43 % des pays en ont déjà établi les principes et c'est en cours dans la moitié de

ceux qui restent. Dans 86 % des cas, la mission a été confiée aux banques centrales : celles-ci ne devront donc plus seulement être jugées sur leur capacité à maîtriser l'inflation des prix des biens, mais également sur leur efficacité à maintenir la stabilité financière. En Europe, cette mission a été confiée au Conseil européen du risque systémique, dirigé par la Banque centrale européenne (BCE).

Quand les bulles de crédit nourrissent la spéculation sur les innovations des acteurs financiers, la bulle d'actifs suit et le krach pointe

Comment les contrôleurs comptent-ils faire pour mettre en œuvre ces politiques ? 88 % d'entre eux répondent qu'ils vont utiliser des modèles statistiques sophistiqués. Mais heureusement, 77 % reconnaissent que les données disponibles ne sont pas toujours de qualité suffisante

et qu'une analyse qualitative est indispensable : le recours à des contacts rapprochés avec les professionnels de la finance, une surveillance des types d'activités à partir desquels ils veulent gagner de l'argent et une attention aux innovations à la mode et à leur complexité s'imposent.

On attend en effet des régulateurs plus qu'une simple lecture des résultats de modèles financiers qui n'ont jamais brillé par leur capacité d'anticipation des bulles de crédit, des bulles d'actif et de leurs modes de contagion. Afin de s'assurer que les crédits distribués servent bien le financement de long terme des économies plutôt que des paris insensés porteurs de nouvelles crises. ●

Ch. Ch.

EN SAVOIR PLUS

*Histoire mondiale de la spéculation financière*, par Charles Kindleberger, Valor, 2005.  
*Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes*, par Christian Chavagneux, La Découverte, 2011.

Toutes les grandes crises financières trouvent leur origine dans un excès de crédits. Pour éviter de nouvelles bulles spéculatives, les régulateurs s'efforcent de développer de nouvelles politiques.

## Des bulles de crédit aux crises financières

**L**es vrais besoins n'ont jamais d'excès », écrivait le philosophe Jean-Jacques Rousseau dans *Julie ou la nouvelle Héloïse*. Une maxime qui s'applique très bien au financement des économies : tant que la distribution de crédits permet de développer des investissements porteurs d'un dynamisme de l'activité, la finance joue son rôle. Mais quand le crédit devient excessif au regard des besoins de l'économie réelle, c'est qu'il sert la spéculation. Et que la crise n'est pas loin. De fait, toutes les grandes crises financières de l'histoire ont été marquées par un excès de crédits.

### Un mécanisme auto-entretenu

Dès qu'un petit génie de la finance invente un nouveau moyen de gagner de l'argent, les investisseurs tentés par l'aventure ne se contentent pas de

miser seulement leur argent ou celui de leurs clients sur les nouveaux produits du capitalisme casino. Ils empruntent pour accroître le montant de leurs paris. Une partie de l'ingéniosité financière des années 1990 et 2000 a ainsi consisté à inventer des produits financiers complexes par lesquels les investisseurs pouvaient emprunter le plus possible auprès des banques et des gestionnaires d'épargne (fonds de pension, fonds souverains, compagnies d'assurances...) tentés d'entrer dans le dernier jeu financier

### Marie Elie, victime des subprime.

Plus que l'endettement des ménages américains, c'est la bulle de crédit alimentée par les acteurs de la finance qui a causé des dommages au niveau mondial.

à la mode. Car même dans une économie où les marchés financiers sont très présents, les banques continuent à jouer un rôle important, par leurs propres placements et par la façon dont elles financent les autres investisseurs.

C'est ainsi que se met en place ce que les économistes appellent un « accélérateur financier », qui transforme un effet de mode en une bulle qui s'auto-entretient : l'argent prêté sert à acheter des actions, des obligations, des maisons, etc., dont les prix montent grâce à la demande financée par la dette. Ceux qui détiennent ces actifs deviennent alors plus riches et peuvent retourner voir leurs banquiers pour leur demander des crédits supplémentaires... afin de continuer à acheter maisons ou actions dont le prix monte en- ●●●

