

POUR UN MONDE SANS CRISE

FRANCIS BISMANS

Université de Lorraine

francis.biesmans@univ-lorraine.fr

UN MONDE SANS CRISE EST-IL POSSIBLE ?

Répondre à cette question nécessite d'adopter une démarche historique. C'est elle que j'ai mise en œuvre dans le petit livre qui porte le même nom. C'est elle aussi que je suivrai ici dans cette brève présentation de l'ouvrage.

Du cycle décennal...

On voit apparaître les premières crises modernes de « surproduction » dès 1825 au Royaume Uni, qui était alors le pays économiquement le plus avancé. Chose curieuse, ce phénomène se reproduit avec une belle régularité en 1836-37, 1848, 1857 et 1867, soit donc approximativement tous les dix ans, dessinant ainsi un cycle décennal.

Une bonne description de ces fluctuations cycliques a été donnée par des auteurs aussi différents que Stuart Mill et Marx. Cependant, avant d'y venir, il faut préalablement signaler, en arrière-fond, qu'à cette époque, la Grande-Bretagne vivait sous le régime de l'étalon-or de sorte que la monnaie-papier émise par la *Bank of England* trouvait son exacte contrepartie dans le stock d'or détenu par cette même banque centrale.

Sans entrer dans trop de détails, disons que l'essentiel du problème provient de l'augmentation du niveau général des prix lors de la phase ascendante du cycle et concomitamment, de celles du crédit commercial et du taux d'escompte. A la longue, l'accumulation des effets de commerce et des crédits de toute sorte dans le portefeuille des banques de second rang conduit à une méfiance accrue à l'égard des billets. Il s'ensuit alors, par réaction, une demande croissante d'or. Les banques ne disposent cependant pas de réserves suffisantes pour répondre à la demande de métal précieux.

Elles se tournent en conséquence vers la Banque d'Angleterre qui voit fondre ses propres réserves d'or. Cette dernière n'a alors d'autre choix que de rendre le crédit plus cher, précipitant de la sorte l'économie dans la crise.

Les faillites d'entreprises et de banques se multiplient, qui s'accompagnent de licenciements nombreux et de la montée du chômage. Surtout, la crise entraîne une baisse généralisée de la production et des prix.

Paradoxalement, c'est donc la Banque d'Angleterre qui a provoqué, en tentant de protéger ses réserves d'or, le retournement cyclique et la plongée dans la dépression. Se pose alors pour elle la question de savoir comment enrayer la baisse du niveau des prix et remettre l'économie sur le chemin de l'expansion.

La réponse tient en quelques mots : elle doit abaisser au moment opportun son taux d'escompte, de manière à rendre confiance aux banques et aux entreprises. C'est ce que j'ai appelé à la suite de John Hicks le précepte de Thornton.

Toujours est-il que la Banque d'Angleterre allait apprendre progressivement à user de la manœuvre du taux de l'escompte avec un succès croissant. C'est ainsi que dans les années 1870, elle parvint à « domestiquer » le cycle. Les crises classiques, décennales avaient, pour l'essentiel, disparu.

Il faut à tout le moins en tirer la double conclusion que la répétition de ces fluctuations n'avait rien de fatal et que les crises économiques proprement dites étaient inextricablement liées à celles du crédit bancaire.

... à la Grande Dépression

À la sortie de la première guerre mondiale, les États-Unis deviennent la première puissance économique, tandis que l'étalon-or s'effondre. Ce pays va alors connaître pendant une dizaine d'années une croissance soutenue et le développement d'une énorme bulle boursière. C'est ainsi que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles fut multiplié par cinq entre 1920 et 1929. La bulle allait de pair avec un développement massif du crédit destiné à acheter toujours plus d'actions. Le remboursement de ces crédits de même que le paiement des intérêts ne posèrent pas de problèmes tant que la hausse des cours et la croissance économique se poursuivirent. La spéculation allait bon train et s'exerçait la plupart du temps à crédit.

Cependant, contrairement à l'opinion caractéristique de ces périodes d'euphorie – en fait, c'est d'aveuglement collectif qu'il faudrait parler –, une bulle finit toujours par éclater. L'euphorie prit fin un certain « jeudi noir », le 24 octobre 1929 : ce jour-là, trente millions de titres sont vendus ; beaucoup ne trouvent pas preneurs. Commence alors un processus accéléré de baisse des cours des actions : en trois semaines après le fameux « jeudi noir », l'indice Dow Jones passe de 469 à 220 et trente milliards de dollars partent ainsi en fumée.

L'effondrement du *Stock Exchange* va affecter l'économie réelle – dès 1930, la production industrielle recule de même que le revenu national – et ce, par trois canaux principaux :

- les détenteurs d'actions voient la valeur de leur portefeuille d'actions chuter et sont alors obligés de diminuer leur consommation pour rembourser leurs dettes ;
- les entreprises enregistrent d'une part une dégradation de leurs fonds propres (de leur capital social), ce qui rend pratiquement impossible la levée de capitaux neufs ; d'autre part, le recours au crédit bancaire est rendu difficile par la détérioration du bilan des sociétés ; les deux phénomènes se conjuguent pour réduire drastiquement l'investissement ;
- enfin, les banques, en plus de la baisse de leurs fonds propres, se retrouvent avec une masse de créances irrécouvrables ; beaucoup d'entre elles font alors la culbute, entraînant la paralysie, puis la dislocation, du système bancaire.

La « Grande Dépression », c'est précisément ce mélange inextricable et sur grande échelle de crises boursière, bancaire et économique. Ajoutons qu'elle prit également un caractère mondial, mais le montrer demanderait de trop importants développements.

Pourquoi la dépression fût-elle à ce point grave et prolongée ? Pourquoi revêtit-elle la forme d'une déflation accentuée des prix et des revenus ? Deux données statistiques illustrent l'acuité de cette dernière question : l'indice des prix de gros était de 141 en 1929 (base 1913 = 100) et de 74 en 1934 ; sur la même période, la chute des prix agricoles atteignit près de 50%.

Même si la Réserve fédérale n' eût pas le comportement approprié, notamment parce qu'elle réduisit l'apport de liquidités aux banques en difficulté au lieu de l'accroître – c'est la thèse de Friedman –, il reste que la meilleure grille explicative combine l'approche de la « déflation par la dette » de Fisher et l'analyse keynésienne de la demande effective.

En très bref, l'apport de Fisher a été de relier le niveau des prix au surendettement généralisé des unités économiques observé lors de la phase d'expansion. Plus précisément, les unités en question doivent tôt ou tard se désendetter dans un environnement où les différents prix des actifs – les cours boursiers en particulier – sont en chute libre. Le désendettement se traduit par des ventes forcées, à perte, et des ponctions sur les comptes bancaires, tandis que la diminution des prix entraîne un alourdissement, en termes réels, de la dette des unités. Les débiteurs doivent vendre à nouveau des actifs, souvent à perte, ce qui conduit à de nouvelles baisses des prix et cours tout en alourdissant encore leur endettement réel, etc. La déflation des prix prend de ce fait un caractère prolongé. Le processus de déflation par la dette s'accompagne d'une baisse de la demande de consommation ou d'investissement des unités économiques – c'est ici qu'intervient l'analyse keynésienne –, de sorte que la demande globale se contracte et le revenu national également. Le chômage atteint alors des sommets : il touche en 1933 près d'un quart de la population active américaine.

Quand le processus cumulatif de désendettement et de déflation s'interrompt-il ? Dans le cas qui nous occupe, seule la guerre en viendra à bout !

Les Trente Glorieuses

L'après-guerre apparaît avec le recul comme un véritable âge d'or : croissance, plein emploi et absence de crises économiques ou financières vont être au rendez-vous pendant quasiment trente ans. (Notons en passant que pas mal d'économistes, dont le keynésien A. Hansen, prédisaient alors une stagnation prolongée dans la foulée de la Grande Dépression.)

Bien évidemment, ces années économiquement bénies ont vu la mise en place d'un nouveau mode de régulation fondé sur l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie, ceux-ci se fixant l'objectif de maintenir un plein emploi quasi-permanent. Si l'on veut, on peut associer ce nouveau mode régulateur au nom de

Keynes, même si le « keynésianisme » de la vulgate se résume à accroître les dépenses publiques de manière à porter la demande globale à un niveau compatible avec le plein emploi des facteurs de production. (Je n'ai pas la place pour le montrer, mais les analyses de Keynes sont bien plus nuancées et bien plus riches que ce que la vulgate en a retenu.)

Quoi qu'il en soit, il est indéniable que les pays économiquement développés n'ont connu durant les Trente Glorieuses que des diminutions limitées du PIB ; rien de comparable avec la Grande Dépression !

D'aucuns en tireront la conclusion qu'il serait possible de domestiquer les manifestations cycliques moyennant l'utilisation des recettes keynésiennes et surtout, que le lien entre crédit et cycle, que je considère comme essentiel dans la genèse des crises de tous ordres, appartiendrait désormais au passé.

C'est cependant aller trop vite en besogne, car les Trente Glorieuses représentent une période caractérisée par la finance de couverture pour reprendre la théorisation de Minsky. Les unités à finance de couverture – entreprises, gouvernements, ménages, les unités mondialisées également – ont la capacité de rembourser leur dette, principal et intérêts, en puisant dans leurs flux de trésorerie. En cela, elles s'opposent aux unités spéculatives qui assument exclusivement le paiement des seuls intérêts sur leurs emprunts ou aux unités qui se financent à la Ponzi (terme forgé par Minsky), incapables d'assurer même le simple service des intérêts et qui, de ce fait, recourent continuellement à l'emprunt.

L'hypothèse d'instabilité financière de Minsky revient d'un côté à affirmer que « si la finance de couverture domine, l'économie représente un système convergeant vers un équilibre » et de l'autre, qu'une longue période de croissance ininterrompue, caractérisée par la dominance de la finance de couverture, accroît la confiance des agents et les amènent de manière endogène à adopter des comportements spéculatifs et de Ponzi, motivés par la recherche de plus grands profits. Il s'ensuit alors que l'économie s'achemine vers une crise financière plus ou moins grave avec en perspective des diminutions significatives, voire l'effondrement, des prix des actifs financiers.

La période qui suivra les Trente Glorieuses peut à bon droit être considérée comme celle du passage d'un régime de finance de couverture à un régime de finance spéculative, puis de Ponzi, culminant dans la crise dite des « *subprimes* ».

Pâteuses et Grande Récession

Au tournant des années soixante-dix du siècle précédent, l'économie mondiale est en proie à des changements majeurs, desquels on retiendra tout spécialement

- la dislocation du système monétaire issu de Bretton Woods et le passage aux taux flottants en 1973 ;
- le développement accéléré et l'internationalisation des marchés financiers, en particulier celui de l'euro-dollar ;
- La réapparition des faillites bancaires : ainsi le 26 juin 1974, la banque allemande Herstatt doit déposer son bilan, etc.

De plus, l'économie en voie de globalisation enregistre en 1974-1975 une grave récession marquée à la fois par un fort accroissement du chômage et une inflation élevée. Notons que la récession avait été précédée par une chute accentuée des cours boursiers. Le néologisme « stagflation » voit alors le jour pour caractériser ce curieux mélange de prix et de chômage tous deux en forte hausse.

Les vingt années qui suivront les Glorieuses – nommons-les les Pâteuses – apparaîtront ainsi comme celles du retour des crises et des fluctuations cycliques. Selon l'heureuse expression de Paul Krugman, la tâche s'imposera alors de refaire « l'économie de la dépression ».

La crise tout autant financière qu'économique, qui affecte plusieurs économies du sud-est asiatique en 1998, est une préfiguration de ce qui se produira dix ans plus tard avec les « subprimes » américains. L'exemple des « décennies perdues » au Japon constitue un autre exemple.

Chacun sait aujourd'hui que les prêts « subprimes » étaient accordés à des emprunteurs de second rang (*non prime*), que l'on peut définir, avec un brin d'ironie, comme étant des personnages NINJA (No Income, No Job, No Asset) : en d'autres termes, ils n'auraient jamais dû se voir accorder un prêt hypothécaire.

La véritable question est cependant de savoir comment une « crisette », somme toute assez banale, sur le marché de l'immobilier américain a pu ébranler et mettre en danger le système bancaire et financier international. L'explication, on me le concédera, est forcément complexe et longue à fournir. J'irai donc à l'essentiel et l'essentiel réside en ce que ces crédits hypothécaires de piètre qualité ont servi de sous-jacent à la constitution d'une gamme bigarrée de produits dérivés. Ceux-ci portent des noms un peu barbares tels *Mortgage-backed Securities* (MBS, titres adossés à des prêts hypothécaires), *Collateralized Debt Obligations* (CDO, obligations gagées sur dettes) ou *Credit Default Swaps* (CDS, contrats d'échange sur défaut). C'est encore plus compliqué que ce que je viens de dire parce que, par exemple, les CDO, adossés à des MBS eux-mêmes sous-jacents de prêts subprimes, ont servi à confectionner des CDO « synthétiques » ou des CDO de CDO, dits « au carré », et ainsi de suite.

Ces produits dérivés, tout exotiques qu'ils fussent, se sont multipliés tout au long du processus de hausse de l'immobilier américain. Quelques données chiffrées suffiront pour illustrer leur importance : en 2005, le total des émissions de MBS subprimes se montait à 515 milliards de dollars et celui des CDO à 492 milliards ; pour les CDS, on a évalué leur volume en 2007 à un peu plus de 10 000 milliards de dollars. De plus, tous ces produits se sont rapidement disséminés dans l'ensemble de l'économie mondiale.

L'opération – impossible d'en dire plus ici – qui consiste à transformer des créances hypothécaires en titres négociables, s'appelle la « titrisation » (*securitisation*). Ma thèse est que la crise financière de 2007-2008 est en fait la première crise de la titrisation. Voici le mécanisme principal qui est à l'œuvre.

Il n'existait pas de marchés organisés pour traiter les produits titrisés. Il s'agissait avant tout de contrats de gré à gré. Tout le problème était donc de les évaluer. Certes, il existait bien quelques modèles, mais qui furent rapidement de peu d'utilité. À défaut de valorisation probante, il fallut se rabattre sur les notes attribuées par les agences de notation : Moody's, Standard and Poors et Fitch. Toutes trois distribuèrent généreusement le fameux « triple A ». Cependant, lorsque le marché immobilier se retourna dès l'été 2006 et que les défauts sur les prêts *subprimes* se multiplièrent, les agences de notation furent forcées de revoir leurs notes à la baisse. S'ensuivit un mouvement général de déclassement des produits titrisés qui démarra dans la première moitié de l'année 2007. Les sociétés de crédit hypothécaire d'abord, les banques ensuite qui avaient émis ces dérivés à profusion se retrouvèrent avec un

portefeuille de titres déclassés, auxquels il était impossible d'accorder une valeur précise. Résultat : au début du mois d'août 2007, les banques se méfient tellement les unes les autres qu'elles ne se prêtent plus. Le marché interbancaire se pétrifie : c'est le *credit crunch*, c'est-à-dire l'« assèchement du crédit », dans toute sa splendeur.

La dislocation du système bancaire est désormais en marche. La crise financière systémique de septembre 2008 n'est plus qu'une question de temps. Dans l'intervalle, les faillites bancaires se multiplieront.

Que faire ?

Dans l'exemple des *subprimes* comme dans ceux des crises décennales ou de la Grande Dépression, on trouve à l'œuvre une même corrélation entre le volume du crédit bancaire et les reculs de l'activité économique. Logiquement, c'est donc du côté des banques qu'il faut porter le fer si l'on veut tenter d'éliminer le plus gros des fluctuations cycliques.

Il est connu depuis fort longtemps que les banques (de second rang) créent de la monnaie scripturale via les dépôts qu'elles reçoivent. C'est le mécanisme bien connu du multiplicateur des crédits et des dépôts. De la sorte, la base monétaire, c'est-à-dire les billets et pièces émises par la banque centrale ainsi que les réserves bancaires, ne représente qu'une fraction du total de la masse monétaire au sens $M1$. En pratique, on considère généralement que la valeur de ce multiplicateur est fort élevée, soit de l'ordre de 5,5. Dès lors, empiriquement, la base monétaire représente 15% du total du stock monétaire $M1$ et la quantité de monnaie créée par les banques de second rang pas moins de 85% de ce même stock.

Le principe de base de la réforme est d'éclater la banque universelle – la « bancassurance, dit-on parfois – en séparant fonction de prêt et fonction de gestion des dépôts, de sorte qu'elle ne puisse plus créer de monnaie. En pratique, le système bancaire comporterait trois types d'institutions financières juridiquement distinctes :

1. *Les caisses de dépôts*. Elles recevraient les dépôts de leurs clients – particuliers et entreprises –, leur rôle se limitant à la gestion des fonds qui leur sont confiés. Elles factureraient à leur coût exact les services rendus aux clients, comme c'est d'ailleurs déjà partiellement le cas aujourd'hui. Bien entendu, elles prélèveraient au passage une marge bénéficiaire – réduite faut-il le dire.

Il leur serait interdit d'octroyer quelque prêt que ce soit ; cette règle vaudrait également pour les éventuels découverts qui seraient eux aussi prohibés.

2. *Les banques de prêt.* Ces banques (de crédit) ne seraient pas autorisées à recevoir des dépôts. En conséquence, elles devraient se financer en empruntant sur le marché ou à l'État, pour un terme déterminé, les capitaux qu'elles replaceraient ensuite à un terme moins long. (Une telle pratique relève de la saine gestion, au contraire de la situation actuelle où les dépôts à vue financent des prêts d'une maturité nettement plus élevée.) Leur marge bénéficiaire proviendrait alors de la différence entre les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.
3. *Les banques d'affaire ou holdings.* Elles financeraient leurs investissements – boursiers notamment – sur base de leurs fonds propres ou encore avec des fonds empruntés soit auprès des particuliers, soit auprès des banques de prêt.

Cette organisation du système bancaire empêche donc toute création de monnaie scripturale par les banques. Revient en conséquence à l'État le privilège d'être le seul à pouvoir créer de la monnaie (de banque centrale ou de base) en suffisance, de manière à éviter les soubresauts de l'activité économique et à assurer les conditions d'un développement économique le plus harmonieux possible.

Il va de soi que ce processus de restructuration bancaire – presque une révolution – doit être sérieusement pensé. Sans pouvoir, malheureusement, entrer dans les détails, il faut préciser dès maintenant que la Banque centrale du pays concerné devrait octroyer un prêt à long terme au secteur bancaire, prêt dont le montant serait égal au total des dépôts à vue et des dépôts à terme de moins de trois mois non couverts par la monnaie fiduciaire. C'est la condition pour assurer que la transition au nouveau régime se mène sans difficultés.

Un tel projet de réforme a donc pour lui la cohérence et plus encore l'efficacité économique. De toute évidence, à ce jour il n'a pourtant pu passer le cap de la pratique. Il n'y a cependant pas lieu de sombrer dans le pessimisme, car, comme le disait Victor Hugo dans une phrase que Keynes n'aurait pas désavouée : « Rien n'est plus puissant qu'une idée dont l'heure est venue ».