

La crise financière actuelle

Nouveauté ou répétition de l'histoire ?

Les crises financières se répètent, montrant à chaque avènement, une similarité fondamentale de leurs origines et de leur déroulement, mais aussi leur caractère spécifique. Toute crise financière prend l'une au moins des trois formes canoniques que l'histoire nous a fait connaître régulièrement depuis le 19^{ème} siècle, à tout le moins. Souvent elle prend et enchaîne chacune des trois formes successivement ou simultanément. Analysons-les, en suivant les travaux de Michel Aglietta et des économistes de la Banque des Règlements Internationaux, notamment.

La première de ses formes, et la plus ancienne, est la crise de spéculation. Pourquoi les actifs patrimoniaux (actions, immobilier, or...) peuvent-ils faire l'objet de bulles spéculatives ? Parce que leur prix, au contraire de celui d'un bien ou service industriel ou commercial reproductible, ne dépend pas de leur coût de revient. C'est pourquoi leur prix peut s'éloigner fortement de leur prix de fabrication. Le prix d'un actif financier dépend donc en fait fondamentalement de la confiance que l'on place soi-même dans la chronique des revenus futurs qu'il peut engendrer, une chronique promise par son émetteur. Mais la détermination du prix dépend aussi de ce que chacun anticipe quant à la confiance des autres accordée à cette promesse. Chacun raisonnant de la sorte.

Pour peu que les informations ne soient pas bien partagées (entre le prêteur et l'emprunteur, l'actionnaire et le management, ou entre les acteurs de marchés eux-mêmes) et que le futur soit difficilement probabilisable, ces asymétries d'informations et cette incertitude fondamentale favorisent le mimétisme des acteurs.

Il est alors, en effet, très difficile de connaître la valeur fondamentale de l'actif considéré, et, de ce fait de parier sur elle. En ce cas, le sens du marché est donné par les autres, car il est le pur produit de l'expression de l'opinion majoritaire qui se dégage alors. Les acteurs s'imitent donc rationnellement, afin de tenter d'anticiper et de jouer les tendances du marché, de façon totalement autoréférentielle. Ainsi, peuvent se développer des bulles spéculatives fortes et durables. Ainsi, ces bulles crèvent-elles soudainement, avec le retournement de l'opinion majoritaire, dans un mouvement encore plus fort que celui qui a caractérisé la phase précédente.

La deuxième forme, la crise de crédit, quant à elle, vient du fait que, dans une période longue de croissance, tous (banques et emprunteurs) oublient progressivement la possibilité de survenance des crises et finissent par anticiper une expansion sans limite. Dans cette phase euphorique, le niveau de levier (dettes sur niveau de richesse ou de revenus pour les ménages ou d'actif net pour les entreprises) finit par s'accroître déraisonnablement.

La situation financière des agents économiques s'avère très vulnérable lors du retournement conjoncturel suivant. Bien souvent, pendant cette phase, les prêteurs diminuent dangereusement leur sensibilité au risque et acceptent, par le jeu concurrentiel, des marges qui ne couvriront pas le coût du risque de crédit à venir. Aussi, lorsqu'advient la crise suivante, les prêteurs (banques et marchés) reconsidèrent-ils brutalement le niveau de risque encouru, et par un effet symétrique du précédent, inversent-ils fortement leur pratique d'octroi du crédit, jusqu'à provoquer un « crédit crunch », qui va lui-même renforcer la crise économique qui l'a suscité.

Troisième forme canonique de la crise : la crise de liquidité. Lors de certains déroulements dramatiques des crises financières, une défiance contagieuse apparaît, comme dans la crise financière et bancaire que nous connaissons aujourd'hui. Cette défiance induit pour certaines banques une course fatale de leurs clients aux retraits des dépôts.

Elle peut également conduire à une raréfaction, voire une disparition, de l'intention des banques de se prêter entre elles, de par la crainte de faillites bancaires en chaîne. Mais cette illiquidité du marché du financement interbancaire – sans interventions des Banques Centrales en tant que prêteurs en dernier ressort – produit les faillites tant redoutées. En outre, d'autres formes d'illiquidité peuvent se produire.

Certains marchés financiers, liquides hier, peuvent se révéler soudainement illiquides, tant la notion de liquidité de marché, comme l'a analysé André Orléan, est là encore hautement autoréférentielle. Un marché n'est liquide que si tous les acteurs pensent qu'il est tel. Si une méfiance sur sa liquidité s'installe, comme sur le marché des ABS récemment par exemple, tous les acteurs se trouveront alors vendeurs pour sortir de ce marché, provoquant du même coup, de façon endogène, son illiquidité.

Ces trois types de crises s'entrelacent souvent et s'entraînent mutuellement dans une situation qui devient alors très critique. La grande crise qui s'est faite jour en 2007 est la combinaison de ces trois formes. Une bulle spéculative immobilière tout d'abord, notamment aux Etats-Unis, au Royaume Uni et en Espagne.

Une crise du crédit ensuite, due à une hausse dangereuse du taux d'endettement des ménages dans ces mêmes pays, et à un effet de levier très élevé des banques d'investissement, des entreprises en LBO et des hedge funds notamment. Une crise de liquidité, enfin, des marchés de produits de titrisation et du refinancement interbancaire.

La composante idiosyncratique de la crise actuelle, quant à elle, repose sur le développement rapide de la titrisation des créances bancaires, ces dernières années.

La titrisation sort du bilan des établissements de crédit des créances bancaires sur des particuliers, des entreprises, comme des collectivités locales. Ces créances sont regroupées de façon souvent hétéroclite dans des supports eux-mêmes à fort effet de levier, supports revendus à d'autres banques, aux assureurs comme à des fonds de placement, c'est-à-dire à tout un chacun.

La titrisation a donc permis un accroissement important du financement de l'économie mondiale, puisqu'elle autorisait les banques à réaliser bien davantage de crédits que si elles avaient dû les conserver à leur bilan.

Mais cette technique, réalisée sans régulation, a également incité les banques qui l'utilisaient le plus (notamment aux Etats Unis) à abaisser considérablement leur niveau de sélection des emprunteurs, puisqu'elles n'encouraient plus aucun risque après titrisation. Cela a provoqué d'importantes dépréciations d'actifs additionnels. C'est ainsi, par exemple, que les encours de crédits subprime se sont multipliés, amplifiant considérablement la crise de crédit qui s'est faite jour, après l'éclatement de la bulle immobilière.

La difficile traçabilité de ces crédits et le mélange de bons et mauvais crédits dans les mêmes supports ont, à leur tour, aggravé l'ampleur de la crise elle-même. Chacun n'ayant plus confiance dans la qualité de ce type de placements, leur liquidité s'en est trouvée en effet brutalement tarie. Cela a accru en outre, pour les pouvoirs publics, la difficulté de résoudre les problèmes ainsi soulevés.

Enfin, les agences de notations, fortes de modèles mathématiques fondés sur des hypothèses restrictives mal appréciées et sur l'analyse exclusive des séries passées, ont donné un label de qualité (note AAA) à des tranches des supports en question. Or ce label s'est révélé être de très piètre qualité au fur et à mesure du déroulement de la crise. Ces notes, qui ne visaient d'ailleurs pas le risque de liquidité, ont conduit nombre d'investisseurs, y compris bancaires, à se rassurer à bon compte et finalement à tort sur la qualité de leurs actifs financiers, sans beaucoup s'interroger sur les raisons pour lesquelles un placement coté AAA pouvait être si bien rémunéré.

L'entremêlement des trois formes canoniques de la crise financière et des éléments spécifiques de la crise actuelle explique la gravité extrême de la situation d'aujourd'hui, avec son cortège de banques en détresse, de panique des investisseurs, de « crédit crunch » en cours, et finalement de puissante crise économique. Seules les fortes actions des pouvoirs publics, au moment même où chacun doute de tous les autres, ont pu très récemment commencer à détendre quelque peu le marché interbancaire et à éviter une explosion du système financier dans son ensemble.

Reste à guetter et à tenter de contrer les conséquences économiques de la crise financière et bancaire la plus grave depuis les années 30. Et à espérer que le risque de crédit à venir sur les entreprises ne ravive pas la crise bancaire, dans un cercle vicieux qui aggraverait à nouveau la récession qui s'annonce.

Olivier KLEIN

Professeur d'économie financière à HEC

*Membre du Comité Scientifique de l'Ecole Doctorale
en Sciences de gestion HEC – PARIS I*

Dirigeant de Banque