

Du neuf avec du vieux

OLIVIER KLEIN,

Professeur d'économie financière à HEC, dirigeant de banque

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 XIXe siècle. Souvent elle prend chacune des trois formes successivement ou simultanément. L'analyse qui suit s'inspire notamment des travaux de Michel Aglietta et des économistes de la Banque des règlements internationaux.

La première forme de toute crise bancaire, aujourd'hui comme hier – on peut même dire que c'est la forme la plus ancienne de crise –, est la crise de spéculation. Pourquoi les actifs patrimoniaux (actions, immobilier, or, etc.) peuvent-ils faire l'objet de bulles spéculatives ? Parce que leur prix, contrairement à celui d'un bien ou d'un service industriel ou commercial reproductible, ne dépend pas de leur coût de revient, de ce que les économistes appellent leur coût marginal. C'est pourquoi il peut s'éloigner fortement de leur prix de fabrication.

Asymétries

Le prix d'un actif financier dépend 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 intrinsèque 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. Les acteurs s'imitent rationnellement, afin de tenter d'anticiper et de jouer les tendances du marché, de façon totalement auto-référentielle. C'est ainsi que peuvent se développer des bulles spéculatives fortes et durables. Ces bulles finissent par se « crever » soudainement, au moment du retournement de l'opinion majoritaire, dans un mouvement encore plus fort que celui qui a caractérisé la phase précédente.

LE SENS DU MARCHÉ
EST LE PUR PRODUIT
DE L'EXPRESSION
DE L'OPINION
MAJORITAIRE
QUI SE DÉGAGE.

Euphorie

La deuxième forme, la crise de crédit, vient quant à elle du fait que, dans une longue période 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, les prêteurs diminuent dangereusement leur sensibilité au risque et le niveau de levier (dettes sur niveau de richesse ou de revenus pour les ménages ou d'actif net pour les entreprises) finit par atteindre des seuils que tout observateur objectif est amené à considérer comme déraisonnable. Et ce phénomène s'amplifie considérablement encore lorsque les prêteurs apprécient la solvabilité des emprunteurs non plus à l'aune de leurs revenus futurs probables, mais à l'aune de la valeur anticipée des actifs (actions ou immobilier notamment) financés ou qui servent de garantie. Enfin, bien souvent, pendant cette phase, ils acceptent, par le jeu concurrentiel, des marges qui ne couvriront pas le coût du risque de crédit à venir. La situation financière des agents économiques se révèle extrêmement vulnérable lorsque le retournement conjoncturel intervient. Aussi, au moment de la crise, 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'attribution du crédit, tant en termes de volume que de marge, jusqu'à provoquer un *credit crunch* – ou resserrement du crédit –, qui va lui-même amplifier la crise économique qui l'a suscité.

Défiance

Troisième forme canonique de la crise : la crise de liquidité. Lors de certains déroulements dramatiques des crises financières, une défiance contagieuse apparaît. C'est typiquement le cas 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 (ce que les spécialistes appellent un « *bank run* »).

UN MARCHÉ N'EST
LIQUIDE QUE SI
TOUS LES ACTEURS
PENSENT
QU'IL L'EST.

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. Cette illiquidité du marché du financement interbancaire – sans intervention 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, telle que l'a analysée André Orléan, est là encore hautement autoréférentielle. Un marché n'est liquide que si tous les acteurs pensent qu'il l'est. Si une méfiance sur sa liquidité s'installe, tous les acteurs se trouveront alors vendeurs pour sortir de ce marché, provoquant du même coup, de façon endogène, son illiquidité. Dans la crise actuelle, le cas le plus emblématique est le marché des ABS (*asset-backed securities*, en français « titres adossés à des actifs », c'est-à-dire fondamentalement les actifs titrisés).

Une chose entraîne l'autre

Ces trois types de crises s'entrelacent souvent et s'entraînent mutuellement dans une situation qui devient alors critique. À titre d'exemple, le crédit peut se développer trop rapidement, de par la croissance elle-même anormalement élevée des prix des actifs patrimoniaux qui servent de garantie à ces crédits. Et les prix de ces actifs s'emballent eux-mêmes, car des achats additionnels sont permis par des crédits plus faciles. On obtient là un phénomène de divergence auto-entretenu et potentiellement durable dans des marchés qui ne s'équilibrent pas par eux-mêmes à des niveaux « normaux ». De même, la crise de liquidité est-elle engendrée, par exemple, par une crainte soudaine sur la valeur des créances bancaires et des actifs financiers que les établissements financiers détiennent. À la recherche de liquidité, les banques vont alors moins financer l'économie et tenter de céder leurs actifs. Ce qui aggrave à son tour la crise spéculative comme la crise du crédit. La grande crise qui a commencé concrètement en 2007 est, comme les crises précédentes, la combinaison de ces trois formes. Une bulle spéculative immobilière tout d'abord, notamment aux États-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, due aux perturbations issues de la faillite de Lehman Brothers. Chaque crise renforçant les deux autres, dans un processus auto-entretenu.

Ce qui ne se voit pas

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

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 *in fine* à tout un chacun. La titrisation a 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 a incité les banques qui l'utilisaient le plus (notamment aux États-Unis) à abaisser considérablement leur niveau de sélection et de suivi des emprunteurs et à accepter de prêter à des agents de moins en moins solvables, puisqu'elles n'encouraient plus aucun risque après titrisation. C'est ainsi, par exemple, que les encours de crédits *subprime* se sont multipliés, amplifiant considérablement la crise de crédit qui s'est fait jour après l'éclatement de la bulle immobilière. La titrisation non régulée a ainsi considérablement aggravé la crise de crédit, mais aussi de liquidité. En effet, la difficile traçabilité de ces crédits et le mélange de bons et de mauvais crédits dans les mêmes supports, comme l'opacité et la complexité (CDO de CDO...) des produits titrisés ont, à leur tour, aggravé l'ampleur de la crise elle-même. Chacun n'ayant plus confiance dans la qualité, ni même dans sa compréhension de ce type de placements, la liquidité s'est trouvée brutalement tarie. Par crainte des actifs ainsi détenus aux bilans des banques, voire des assureurs, cela a induit du même coup une crise de liquidité, notamment interbancaire, d'une violence que l'on pensait à jamais reléguée au passé. La difficulté de résoudre les problèmes ainsi soulevés s'en est trouvée accrue pour les pouvoirs publics. La première leçon à tirer porte donc sur la dynamique réalisée sans régulation de la titrisation et sur le rôle que ce mécanisme doit jouer à l'avenir dans l'activité des banques.

Imposture

Élément important, 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 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. Il y a là une réforme incontournable à prévoir pour redonner à ces agences à la fois un sens objectif à leur mission et une indispensable crédibilité.

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, avec son cortège de banques en détresse, de panique des investisseurs, de *credit crunch* en cours et, finalement, de crise économique sévère. Seules les fortes actions des pouvoirs publics, au moment même où chacun doute de tous les autres, ont pu récemment commencer à détendre quelque peu le marché interbancaire et à éviter une explosion du système financier dans son ensemble. Reste maintenant à prendre du champ pour contrer les conséquences économiques de la crise financière et bancaire et pour éviter que l'on ne se retrouve dans une situation aussi critique à relativement court terme.