

Un regard sur la crise financière ¹

Etienne LEHMANN

Professeur d'économie

CREST

etienne.lehmann@ensae.fr

mardi 25 novembre 2008

La crise bancaire qui s'est déclenchée à la suite de la faillite de la banque américaine *Lehman Brothers* a été extrêmement spectaculaire. Alors que pendant de nombreuses années, l'organisation du secteur financier dans nos économies était plutôt perçue comme un facteur de croissance, quels dysfonctionnements la « crise des *subprimes* » a-t-elle révélés ? Au-delà, si ce sont les frontières entre « Etat » et « Marché » qui semblent remises en cause, quelles « défaillances de marchés » et « défaillances de la régulation » la crise a-t-elle révélée ? Et donc quelles réformes de la régulation du système financier doit-on envisager ?

Pour répondre à ces questions, il me semble important de comprendre dans un premier temps quel est le rôle et la spécificité du secteur financier. On verra en particulier comment la diversification des portefeuilles financiers permet aux épargnants de réduire (certains) risques et comment la mise sur le marché des titres financiers permet de fluidifier les besoins de liquidités des épargnants. Néanmoins, et contrairement à ce que pourrait suggérer cette première description du système financier, la crise actuelle révèle l'existence de profondes distorsions économiques. On s'interrogera alors dans un deuxième temps sur les différentes défaillances que cette crise a d'ores et déjà révélées et sur les régulations idoines qui seraient susceptibles de prévenir de telles défaillances, ou tout du moins de les contenir.

I) Le rôle du secteur financier

A quoi sert la finance ? A servir d'intermédiaire entre des *épargnants* désirant réaliser des placements *sûrs* et pouvant *facilement être récupérés* et un certain nombre d'agents économiques ayant des « besoins de financement ». Ces besoins se caractérisent par des *projets* économiques, dont la réalisation nécessite « tout de suite » des financements que leurs initiateurs devront rembourser « dans le futur », la plupart du temps de manière échelonnée. Par exemple, un certain nombre de ménages ambitionnent l'achat d'un logement dont le prix d'achat dépasse leur apport. Le crédit immobilier permet alors à ces ménages de réaliser cet achat en échange du versement de mensualités, dont le montant dépend du taux d'intérêt négocié. L'autre cas de figure typique concerne les entreprises. Celles-ci ont régulièrement des besoins de financements, pour la créations de nouvelles entreprises, ou pour financer l'achat de nouveaux équipements ou de projets de recherche et développement coûteux, mais qui ne sont pas immédiatement rentables

¹ Dans la rédaction de cette note, j'ai bénéficié des discussions avec Edouard Challe et Guy Laroque que je remercie vivement. Je remercie également Emmanuelle Taugourdeau. Cette note ne saurait les engager. Je suis le seul responsable des éventuelles erreurs des opinions émises dans cette note.

dans le cas d'entreprises déjà existantes. De manière schématique, elles financeront ces projets soit par la mobilisation de leurs ressources internes (leurs *fonds propres*), soit par l'*endettement* (emprunt vis-à-vis des banques ou émission de titres obligataires) soit par un appel à de nouveaux actionnaires (augmentation de capital).

Dans tout ce qui suit, on adoptera le vocabulaire suivant. Le *débiteur* reçoit une somme de la part du *créancier*. Celui-ci détient alors une *créance*. Le débiteur remboursera sa créance sous la forme de *remboursements*, la plupart du temps mensuels. Lorsque le débiteur est une entreprise émettant des *actions*, les termes juridiques changent puisque le créancier devient un *actionnaire*, et les remboursements prennent la forme de *dividendes*. La grande différence est que le montant des dividendes est variable alors que les mensualités de remboursement d'un emprunt sont ou bien fixées, ou bien sont indexées sur l'état général de la conjoncture.

L'exercice de financement de l'économie ainsi défini doit intrinsèquement résoudre deux difficultés.

I.1) La gestion du risque

Tout d'abord, le risque est inhérent aux projets à financer. Une nouvelle entreprise peut très bien échouer à trouver une clientèle ou des débouchés. Une augmentation des capacités de production d'une entreprise préexistante constitue toujours un pari. Est-ce que l'entreprise arrivera à rentabiliser durablement les frais de cet investissement ? Dans le cas des projets immobiliers, un ménage peut toujours subir un « accident de la vie » (chômage, divorce, maladie, ...) qui pourra lui rendre très difficile le remboursement de son emprunt. Evidemment certains projets sont plus risqués que d'autres, mais le risque ne saurait être absent de cet exercice. Or, à l'autre bout de la chaîne, les ménages souhaitent évidemment que leur épargne soit sécurisée. Comment donc organiser le financement de projets inévitablement risqués tout en garantissant une rémunération sécurisée aux épargnants ?

La solution de ce problème réside dans la *diversification des risques*. Imaginons à titre d'illustration que se présentent 6 projets industriels requérant chacun un financement de 1 000 000 €. Ces projets sont numérotés 1, 2, ... 6. Individuellement, chacun de ces projets permettra à une entreprise de se développer avec 5 chances sur 6. Dans ce cas, elle aura la capacité non seulement de rembourser la somme de 1 000 000 € initialement empruntée, mais elle pourra également verser une rémunération de 500 000€ à ses financiers (pour fixer les idées), soit un total de 1 500 000 €. Néanmoins, il y a 1 chance sur 6 pour que le projet échoue et que l'emprunteur ne puisse rien rembourser.

Supposons maintenant que ces projets soient financés par 100 épargnants différents, chacun finançant $1/100^{\text{ème}}$ de chacun des 6 projets à financer. Autrement dit, chaque épargnant engage 10 000 € dans chaque projet, soit 60 000 € par épargnant. Pour fixer les idées, supposons que la répartition des risques d'échec des projets soit représentée par le tirage d'un dé à six faces « non pipé ». Une « main invisible » lance le dé, et le numéro de la face du dé qui apparaît correspond au numéro du projet qui est en échec. Dans ce cas de figure extrêmement stylisé, chaque projet possède 5 chances sur 6 de réussite. Mais au total on sait qu'il y aura toujours exactement 5 projets qui réussiront et 1 projet qui échouera. Ainsi, on répartissant leur épargne entre les six différents projets risqués, chaque épargnant obtiendra *sans aucune incertitude* $5 * 15\ 000\ € = 75\ 000\ €$. Au contraire, en « misant » 60 000 € sur un seul projet, un épargnant recevra $6 * 15\ 000\ € = 90\ 000\ €$ avec 5 chances sur 6, mais il perdra l'intégralité de sa mise avec 1

chance sur 6. En moyenne, il recevra exactement le même revenu de 75 000 €, mais il subira un risque relativement important.

Cet exemple est évidemment une caricature grossière. Mais il permet d'illustrer comment la diversification des placements est susceptible de réduire le risque pour les épargnants. La *Loi des grands nombres* constitue un théorème mathématique permettant de généraliser ce résultat. Cette loi explique que lorsque la réussite de chaque projet constitue un événement aléatoire spécifique et que l'on multiplie le nombre de projets, alors la réussite moyenne des projets devient une variable non risquée, les réussites de certains projets industriels compensant exactement et sans aucune incertitude résiduelle les échecs des autres projets.

Néanmoins, comme tout théorème mathématique, le résultat de la *Loi des grands nombres* repose sur des hypothèses précises. Ici, la réduction des risques repose sur l'hypothèse que les risques sont non corrélés (ou qu'ils le soient « peu »). Pour comprendre pourquoi, reprenons l'exemple précédent, mais supposons que les six projets industriels sont très liés, si bien que tous font faillite quand le même numéro du dé est tiré (par exemple le 1). Dans ce cas, la diversification des placements ne permet nullement la réduction des risques. Autrement dit, la diversification des risques permet de prémunir les épargnants contre des risques de natures microéconomiques faiblement corrélés. En revanche, en cas de crise systémique ou macroéconomique entraînant des échecs simultanés dans les différents projets, la loi des grands nombres n'est plus valable, la diversification des portefeuilles ne permet plus la réduction des risques et certains épargnants (si ce n'est tous) se doivent alors d'assumer des pertes.

En tant que tel, les épargnants pourraient très bien diversifier eux-mêmes leur épargne sans avoir recours à des intermédiaires financiers. C'est d'ailleurs ce que font certains ménages en gérant eux-mêmes des portefeuilles d'actions. Néanmoins, il ne s'agit que d'une petite fraction des flux financiers. Les banques, les assurances et autres fonds communs de placement assument un rôle conséquent d'intermédiaire financier. La raison profonde pour l'existence de ces intermédiaires réside dans la difficulté pour tout un chacun d'évaluer correctement les risques liés aux différents projets à financer. Il faut en effet bien connaître le projet et l'environnement économique du secteur d'activité dans lequel le projet évolue. A cette première difficulté liée à la recherche d'information s'ajoute le fait que le « risque est moral ». En effet, les actions des entrepreneurs ont généralement un impact non nul sur les espérances de rendement. C'est là tout l'enjeu de la « gouvernance des entreprises » (*corporate governance*) que de surveiller et de contrôler les actions des dirigeants d'entreprises afin de bien mesurer le risque économique qu'il y a à financer tel ou tel projet, voir de peser sur la gestion du projet pour réduire ce risque. Il s'agit d'une tâche difficile, nécessitant expertise, et connaissance du terrain. Ceci est encore plus vrai lorsque l'on considère le financement des très nombreuses PME existant dans nos économies. Les conseillers clientèle de ces PME dans les banques commerciales, par leur connaissance du terrain et de leurs clients sont ainsi indispensables au bon fonctionnement du système et à l'évaluation du système financier.

I.2) Le besoin de liquidité

La deuxième difficulté du financement de l'économie réside dans la contradiction entre des épargnants désirant pouvoir récupérer facilement et à tout moment leur épargne, et des projets industriels ayant besoin de financements stables. Par exemple, lorsque des industriels requièrent des financements pour acheter des machines ou des équipements, il leur est extrêmement difficile de restituer ces machines lorsque leurs financiers ont soudain besoin de récupérer leur épargne. Ce serait d'ailleurs extrêmement contre-productif. Le même problème se

retrouve avec le crédit immobilier à destination des ménages. Lorsque le créancier d'un ménage a besoin de récupérer sa mise avant que le ménage en question n'ait terminé de rembourser sa dette, il serait contreproductif d'obliger le ménage à revendre sa propriété, comme il serait dommage de demander au créancier de renoncer à récupérer sa mise. Enfin, interrompre un prêt pour en renégocier un autre impliquerait des coûts de renégociation.

Pour résoudre cette contradiction, il convient de créer des marchés où les créanciers peuvent s'échanger leurs créances. Ainsi, lorsqu'un créancier veut récupérer son épargne, il suffit qu'il trouve un autre épargnant acceptant de lui racheter sa créance. Dans ce cas, le premier créancier pourra retrouver le besoin de son épargne sans que l'industriel n'ait à revendre ses machines ou que le ménage n'ait à revendre son achat immobilier.

Le marché des actions est évidemment emblématique de ce mécanisme de mise sur le marché des créances. Mais même les dettes peuvent être aujourd'hui échangées sur les marchés financiers. C'est le phénomène de *titrisation*. Cet exercice présente une difficulté fondamentale. Dans la mise sur le marché des créances, le nouveau créancier rachetant la créance à l'ancien créancier doit avoir *confiance* que l'ancien créancier ait correctement négocié les conditions du crédit avec le débiteur. C'est là la condition *sine qua none* pour que ce rachat de créance ne donne lieu à de coûteuses renégociations avec le débiteur. Il est donc nécessaire que celui qui rachète la créance puisse avoir une bonne évaluation du risque qu'il court. Aujourd'hui, c'est le rôle des fameuses agences de notations que d'assurer cette tâche.

Ainsi, le développement de marchés très libéralisés où s'échangent très fréquemment des actifs financiers extrêmement diversifiés et donc complexes semblerait correspondre à une forme de régulation du système financier permettant de sécuriser et de « liquéfier » au mieux les placements des épargnants, tout en finançant des projets qui sont potentiellement risqués et « illiquides ». Le processus d'innovation financière, qui s'est développée avec la dérégulation des marchés financiers depuis le milieu des années 80 serait donc, dans ce monde idyllique hautement souhaitable. Néanmoins, la crise des *subprimes* vient battre en brèche cette thèse. Il convient donc de comprendre d'où viennent ces grains de sable afin d'espérer comprendre quelles régulations seraient les plus à même :

- i. De contenir la crise actuelle et de prémunir l'économie contre des crises futures
- ii. De sécuriser et de liquéfier l'épargne des ménages,
- iii. De financer dans des conditions « socialement désirables » des projets intrinsèquement risqués et non-liquides.

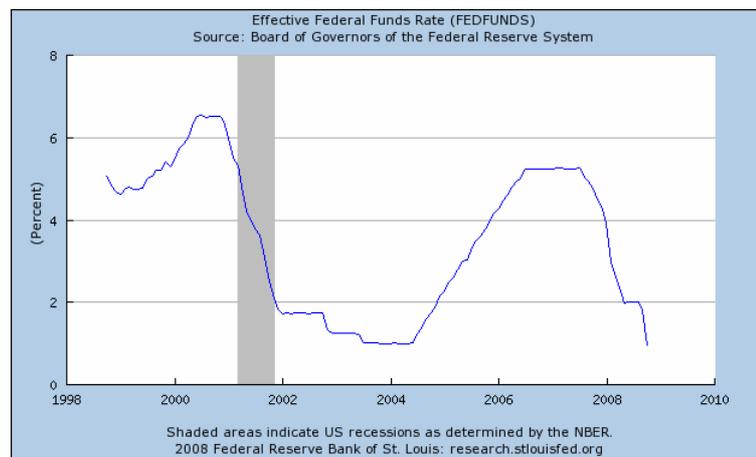
II) Les enseignements de la crise

II.1) Une explosion des offres de crédits immobiliers subprimes

Que sont donc ces fameux « crédits subprimes » à l'origine de la crise financière actuelle ? Ce sont des crédits immobiliers hypothécaires. Ils sont destinés à des ménages ayant des ressources financières limitées sur lesquels les banques anticipent un risque de défaut (non

remboursement) conséquent. Pour se couvrir contre ce risque, le créancier prend une hypothèque sur la propriété acquise. Ainsi, en cas de défaillance, le créancier récupère un actif immobilier. Ainsi présenté, offrir un crédit « subprime » est une activité sans grand risque pour une banque.

Le marché des crédits « subprimes » était relativement marginal. Il a littéralement explosé entre 2001 et 2006, avec des encours qui seraient passés de 94 à 685 milliards de dollars.² Au lendemain du 11 septembre, la réserve fédérale américaine s'est engagée dans une baisse extrêmement spectaculaire de ses taux directeurs. Ceux-ci ont été graduellement diminués de 6 points au 3 janvier 2001 à 1 point au 25 juin 2003. Le but était alors de pratiquer une relance monétaire pour contenir les risques de ralentissement économique conformément à la logique de régulation macroéconomique keynésienne. Dans ces conditions, les banques pouvaient emprunter des liquidités à des taux historiquement bas et donc offrir très facilement des crédits. Le segment des subprimes, qui était à l'époque assez marginal, est devenu alors comme un secteur de crédit susceptible de développement conséquent.



On a donc offert massivement des crédits subprimes à des ménages peu solvables. Mais cette offre s'est effectuée essentiellement avec des crédits à taux variables (indexés sur les taux directeurs de la FED) ou hybrides (d'abord à taux fixes puis à taux variables). Par ce biais, les créanciers des crédits subprimes ont cherché à se prémunir contre une remontée des taux d'intérêt. Enfin, un certain nombre de crédits prévoyaient le remboursement d'une partie importante du capital à la fin du prêt.

Par ailleurs, les créanciers des subprimes ont eu massivement recours à la titrisation de leurs créances. Et l'innovation financière a fonctionné de manière substantielle. Finalement, des titres financiers assez conséquents se sont retrouvés sur le marché. Mais tout semblait aller pour le mieux puisque ces actifs reposaient sur des crédits qui, dans le meilleur des cas étaient remboursés, et dans le pire donnaient aux créancier de la propriété immobilière.

Le premier acte de la crise des subprimes s'est déclenché lorsque la FED a recommencé à remonter ses taux. Ceux-ci sont en effet remontés jusqu'à 5.25 points au 29 juin 2006. La conséquence pour les ménages devant rembourser des crédits subprimes à taux variables a alors été terrible puisque leurs mensualités ont augmenté de manière substantielle. Ceux qui se sont retrouvés dans l'incapacité de rembourser leurs mensualités ont alors vu leurs maisons saisies.

Comment aurait-on pu éviter ce premier écueil ? La réglementation des crédits aux ménages semble devoir être posée. Les crédits à taux variables semblent par exemple une modalité de crédit assez peu efficace, puisqu'elle fait reposer le risque de variation des taux d'intérêt sur des particuliers, alors que les institutions financières disposent justement d'instruments financiers sophistiqués leur permettant de se couvrir contre ce type de risque. On

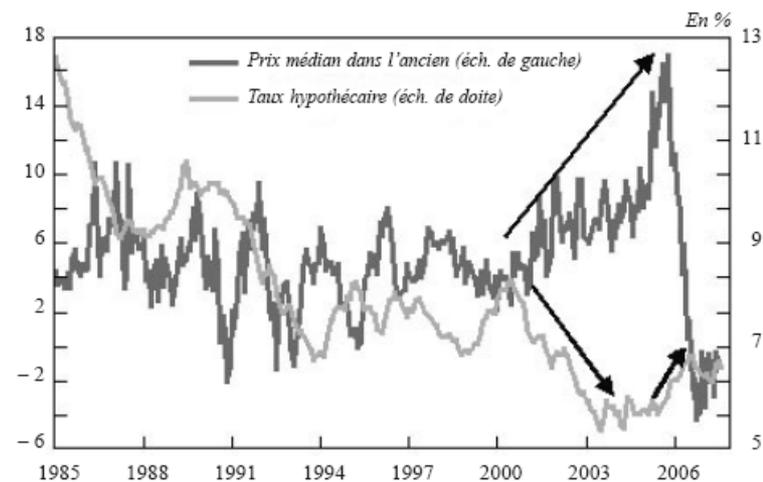
² Voir le [rapport 78 du Conseil d'Analyse Economique « La crise des subprimes »](#)

peut également être surpris par les différences de pratiques entre des banques françaises, extrêmement réticentes à offrir des crédits immobiliers avec des mensualités dont le montant dépasse un tiers des revenus et leurs homologues états-uniennes, qui semblent ne pas avoir adoptés de telles règles prudentielles. De plus, il semble bien que la complexité de certaines offres de crédit subprimes a abouti à une situation dans laquelle un grand nombre d'emprunteurs n'ont pas bien compris quelles étaient les conditions assorties aux crédits qu'ils souscrivaient. De ce point de vue, on est bien loin du cadre de la concurrence pure et parfaite qui requiert aussi une parfaite transparence des biens échangés et des conditions dans lesquels ces biens doivent être rémunérés. Dans le cas des subprimes, les biens sont des services financiers.

Mais le rôle de l'Etat américain dans le processus de titrisation est *a posteriori* assez inquiétant. En effet, les opérations de titrisation ont essentiellement été conduites sous l'auspice des fameuses agences *Freddie Mae* et *Fenny Mac* qui servaient de garantie aux crédits subprimes. Or ces institutions bénéficiaient elles-mêmes des garanties de l'Etat. Autrement dit, la puissance publique fédérale, au lieu d'agir pour empêcher des ménages financiers fragiles de s'endetter au delà du raisonnable, encourageait au contraire les acteurs à offrir des crédits subprimes en offrant la garantie de l'Etat aux organismes titrisant ces mêmes crédits.³

II. 2) Des marchés financiers victimes de bulles spéculatives

Grâce à la couverture que constitue l'hypothèque associée à un crédit subprime, offrir un tel crédit semblait *a priori* peu risqué pour les créanciers. Ou bien le débiteur rembourse son prêt, ou bien le créancier s'approprie le bien immobilier acheté par le débiteur. Certes, la remontée des taux à partir de 2004 a provoqué de nombreuses défaillances dans les remboursements et des saisies immobilières. Bien sur, ces saisies ont eu des conséquences sociales calamiteuses. Néanmoins, elles ne peuvent à elles seules contaminer le système financier au point de faire émerger un risque de faillite généralisé aussi sérieux que celui que l'on a connu en Septembre-Octobre. Pour comprendre comment les choses ont pu dégénérer, un regard sur l'évolution des prix de l'immobilier aux Etats-Unis s'impose. La figure⁴ ci-dessous est à ce titre éclairante.



Sources : NAR, Census Bureau et Crédit agricole.

³ De ce point de vue, certains analystes ont même défendus l'idée que cette crise était aussi une crise de l'intervention de l'Etat, et non simplement une crise de la déréglementation financière. Voir par exemple [Alain Madelin](#) ou dans une moindre mesure [Charles Wyplocz](#).

⁴ Tirée du [rapport 78 du Conseil d'Analyse Economique « La crise des subprimes »](#), page 47. Ce sont les taux de croissance des prix de l'immobilier qui sont reportés sur l'échelle de gauche.

La période 2001-2006 s'est caractérisée par une croissance extrêmement rapide des prix dans l'immobilier. Dans ces conditions, les crédits subprimes étaient très attractifs pour les organismes financiers. Au pire, en cas de défaut de paiement, le créancier se retrouvait propriétaire de biens immobiliers qu'il pourrait revendre avec une confortable plus value. Mieux, le développement des offres de crédit subprimes a permis d'augmenter l'offre de logement, qui a elle-même alimenté la hausse des prix de l'immobilier, cette dernière encourageant les organismes à proposer encore davantage de crédits subprimes, et les acteurs sur les marchés financiers à acheter des titres en partis assis sur ces crédits subprimes. Néanmoins est-ce qu'une telle croissance des prix était raisonnable ? La suite du graphique semble montrer *a posteriori* que la réponse est négative. Avec la multiplication des défaillances de crédit et des saisies qui s'en sont suivies, les créanciers des subprimes ont massivement mis en vente les propriétés immobilières en leur possession. L'offre de logement augmentant brusquement, les prix se sont effondrés. La belle mécanique s'est donc retournée, et les titres issus des subprimes ont vu leur valeur dégringolé.

L'ampleur de ce mouvement de va-et-vient reste néanmoins très surprenante par comparaison avec les évolutions enregistrées précédemment. *A posteriori*, une croissance aussi soutenue des prix de l'immobilier aurait du conduire les observateurs à la conclusion que les prix de l'immobilier devenaient surévalués, et donc les inciter à vendre. Une telle correction aurait du ainsi couper court à la croissance importante des prix de l'immobilier beaucoup plus tôt. Pourtant, il a fallu attendre 2006 pour que la correction, tardive donc brutale se matérialise. Il semble donc que l'on ait été en présence d'une *bulle spéculative* particulièrement longue et importante.

Le phénomène de bulle spéculative prend forme dans la difficulté qu'il y a à évaluer le prix de biens durables tels qu'un actif financier ou un bien immobilier. La raison est que de tels biens ont une valeur, non seulement pour les revenus ou l'utilité qu'ils procurent à leur propriétaire, mais également parce que le prix auquel on peut espérer les revendre dans le futur détermine leur valeur présente. Toutes choses égales par ailleurs, plus on anticipe qu'un tel bien pourra être vendu à un prix élevé *dans le futur*, et plus le prix d'un tel bien *aujourd'hui* sera élevé. Ainsi les prix de ces biens sont déterminés par une dynamique « à l'envers du temps », qui se modélisent par des équations dynamiques extrêmement instables. Une bulle se déclenche alors lorsqu'une erreur de prévision s'opère. La dynamique sous-jacente étant intrinsèquement instable, une « petite » erreur de prévision commise initialement devrait donc s'amplifier, validant *a posteriori* l'erreur de prévision initiale. Il est à noter que cet enchaînement peut très bien fonctionner pour des bulles « à la hausse » sur les prix ainsi qu'on vient de le décrire, mais aussi pour des bulles « à la baisse ».

Néanmoins, lorsqu'une bulle à la hausse grossit, au point que la croissance des prix devient déconnectée des « fondamentaux », des acteurs rationnels devrait se rendre compte de la surévaluation du prix. Conscients alors de réaliser une plus value substantielle, ils devraient mettre en vente leur titres. Un tel mouvement va alors jouer à la baisse sur le prix et corriger la bulle. Plus rapidement ces mouvements correcteurs ont lieu, et plus difficilement les bulles spéculatives peuvent se développer. En théorie, le développement de marchés financiers sur lesquels des acteurs s'échangent des flux importants de titres financiers devraient même constituer un mécanisme naturel efficace pour prévenir l'émergence de bulle spéculative. L'acteur qui réaliserait les meilleures prévisions pourrait vendre avant tout le monde des actifs surévalués et réaliser ainsi des profits à court terme. Mais cette recherche des profits à court terme constituerait une puissante motivation à formuler de bonnes anticipations, et donc à empêcher des bulles spéculatives de survenir. Cette théorie est tellement répandue que beaucoup de modèles macro-dynamiques modernes (en particulier ceux qui ne se concentrent pas sur le secteur financier) font généralement l'hypothèse que les *anticipations rationnelles* vont exclure l'émergence de bulles spéculatives.

Force est de constater qu'une telle vision des dynamiques économiques est exagérément optimiste. Bien sûr, une bulle spéculative finit toujours par éclater, la principale question étant la vitesse à laquelle ces bulles explosent. Mais des bulles se développent pendant des périodes de temps beaucoup plus longues que ce à quoi on pourrait s'attendre. On pourrait avancer que les biens immobiliers donnant lieu à des transactions bien moins fréquentes que, par exemple, les actions des entreprises cotées en bourse. Une telle explication est compatible avec le constat que des bulles spéculatives importantes persistent sur le marché immobilier. Néanmoins, les bulles immobilières ne sont pas les seules à avoir marqué l'histoire économique et les marchés des changes ou les marchés des actions, sur lesquels les volumes de transactions sont beaucoup plus importants, voient régulièrement se développer en leur sein des bulles.

Une première explication réside dans le caractère « moutonnier » et non pas « rationnels » des anticipations d'un grand nombre d'acteurs financiers. Voyant les prix monter, les agents anticipent que la hausse va se perpétuer sans réaliser que les prix sont devenus exagérés par comparaison avec l'évolution des fondamentaux. Une deuxième explication concernerait le fait qu'un certain nombre d'acteurs financiers aurait une taille critique suffisamment élevée pour que leurs actions aient un impact significatif sur les prix des actifs financiers. Conscients de leur pouvoir, ils auraient alors intérêt à adopter des comportements stratégiques non-concurrentiels, destinés à « manipuler » les prix des actifs à leur propre avantage. Le développement de bulles ferait alors parti de cet éventail.

Quoi qu'il en soit, l'existence de bulles spéculatives constitue une véritable défaillance de marché qu'il conviendrait de corriger. Mais comment les autorités publiques pourraient-elle s'y prendre ? Un premier préalable serait déjà de pouvoir les détecter. Or les actifs financiers sont extrêmement nombreux et hétérogènes. De ce point de vue, les grands acteurs financiers bénéficient indéniablement d'un avantage informationnel sur l'Etat quant aux fondamentaux spécifiques de chacun d'entre eux. Aussi, on peut penser qu'il serait illusoire demander à une quelconque autorité publique de détecter systématiquement l'émergence de bulles sur chacun des segments des marchés financiers.

Le mieux que l'on puisse espérer est que des autorités détectent des bulles d'ensemble et qu'elles le signalent alors aux marchés. Mais encore faut-il qu'elles le fassent de manière *crédible*. Cela nécessiterait que cette activité soit réalisée par une institution qui serait non seulement dotée de services ayant la compétence de le faire, mais étant également suffisamment indépendante du pouvoir politique pour que les marchés financiers ne puissent soupçonner que le signalement d'une bulle ne puisse être le reflet d'une stratégie de communication à des fins électorales. Derrière ces critères, on voit ainsi se profiler les banques centrales indépendantes pour assumer ce rôle.

Néanmoins, il est à noter que selon l'ancien directeur de la FED [Alan Greenspan](#), la FED aurait alerté les marchés dès 2005. Le fait que la bulle sur les marchés immobiliers ait malgré tout continué son développement pendant près d'un an illustre alors la difficulté pour une banque centrale de prévenir le développement des bulles. Il semblerait néanmoins qu'une manière pour les banques centrales d'assumer ce rôle de détection des bulles serait d'inclure le prix des actifs financiers dans le calcul des indices des prix à partir duquel se déterminent les taux d'inflation que l'on demande aux banques centrales de contrôler.

II. 3) Des dangers des stratégies de levier aux réglementations sur les fonds propres

Même en intégrant la bulle financière, il reste difficile de comprendre comment la crise des subprimes a pu ainsi mener le système financier mondial au bord du gouffre. En effet, les subprimes ne représenteraient en 2006 « que » 685 milliards de dollars. Certes il s'agit d'un montant extrêmement conséquent, surtout quand on le compare aux budgets annuellement alloués aux politiques sociales⁵. Néanmoins, il reste modeste à l'échelle de la finance internationale. A titre de comparaison la dette publique américaine (incluant la dette fédérale, mais aussi la dette des Etats et des organismes publiques) atteignait fin 2006 la somme 8 680 milliards de dollars (à comparer aux 13 200 milliards de dollars du PIB américain en 2006), si bien que les subprimes représentent 12 fois moins que la dette publiques états-unienne. Aussi, même dans la pire des situations ou les créances subprimes ne vaudraient plus rien du tout, (ce qui est loin d'être le cas puisque, même avec l'effondrement du marché immobilier, les hypothèques correspondent à des biens immobiliers dont la valeur est certes dépréciée, mais positive) les sommes en jeu sont finalement relativement limitées à l'échelle de la finance mondiale, *a fortiori* quand on connaît l'ingéniosité des techniques financières de couverture contre le risque.

Pour comprendre comment la crise des subprimes a pu mettre le système financier au bord de la crise systémique, il convient d'intégrer à notre analyse les stratégies « d'effets levier ». Quelques éléments de comptabilité sont nécessaires au préalable. Schématiquement, le bilan d'une société reflète d'un côté ce que la société possède, ce que l'on appelle l'*actif*. L'actif d'une société peut comprendre des éléments aussi variés que des bâtiments, des machines, des brevets, des créances, mais aussi de la trésorerie. De l'autre côté du bilan se trouve les moyens financiers que la société a utilisé pour acquérir ces biens. C'est ce que l'on appelle le *passif* de la société. Celui-ci comprend schématiquement un ensemble de *dettes* à différentes échéances. Le reste du passif correspond aux *fonds propres* c'est-à-dire à ce que possèdent en propre les propriétaires (*actionnaires*) de la société. Ainsi, on a l'égalité $Fonds\ propres = Actif - Dettes$.

Pour les sociétés financières, l'actif est essentiellement composé de créances et de titres financiers que la société financière détient. De ce point de vue les actifs des sociétés financières ont des valeurs qui sont fondamentalement fluctuantes. C'est même une caractéristique intrinsèque de ces sociétés puisque leur rôle est justement de financer des projets risqués. Du côté du passif, figure les fonds propres et les dettes. Dans les dettes figurent les comptes courants des déposants des banques. Il peut également y avoir des emprunts obligataires, dont la caractéristique réside dans un montant fixé des rémunérations. Par conséquent lorsque les valeurs des actifs fluctuent, comme la valeur des dettes reste inchangée, c'est la valeur des fonds propres qui capte toute la variation du passif.

A titre d'exemple, prenons une banque détenant initialement 1 milliards d'euros d'actifs financiers et dont le passif comprend 800 millions d'euros de comptes courants de ses clients et 150 millions euros d'émission obligataires. Ses fonds propres ont donc initialement une valeur de $1\ 000 - 800 - 150 = 50$ millions euros (Bilan (a) de gauche). Imaginons à présent que pour des raisons diverses, les actifs détenus par la banque se déprécient de 3%, si bien que leur valeur totale passe de 1 milliard à 970 millions d'euros. Comme la valeur des dépôts ne saurait être réduite tout comme la valeur des dettes obligataires, ce sont les fonds propres qui vont alors diminuer de 30 millions d'Euros, passant ainsi de 50 millions à $970 - 800 - 150 = 20$ millions (Bilan (b) du milieu). Ainsi, dans cet exemple, une dévalorisation de 3% de la valeur des actifs se « multiplie » en une réduction de 60% des fonds propres. Pire, si dans cet exemple, les actifs subissent une perte de 5% pour représenter une somme de 950 millions, les fonds propres

⁵ A titre d'exemple, le RMI représente environ un budget de cinq milliards d'Euros par an en France. Cela correspond à un ordre de grandeurs voisin des pertes que Jérôme Kerviel a fait subir à la Société Générale. Ramené à la taille de l'économie américaine cela donnerait une somme d'une trentaine de milliards de dollars.

deviennent nuls (Bilan (c) de droite). La banque devient alors *insolvable* et se retrouve tout simplement en situation de faillite.

Actifs : 1 000	Fonds Propres : 50 Dettes obligataires : 150 Dépôts : 800	Actifs : 970	Fonds Propres : 30 Dettes obligataires : 150 Dépôts : 800	Actifs : 950	Fonds Propres : 0 Dettes obligataires : 150 Dépôts : 800
(a)		(b)		(c)	

Exemples de bilans. Les unités sont en millions d'euros

On comprend aisément que ce phénomène de multiplication des pertes est d'autant plus élevé que les fonds propres représentent initialement une faible part du passif. La raison est que les fonds propres étant les seuls à supporter les risques inhérents aux fluctuations de l'actif, plus ces derniers constituent une part relativement faible du bilan de notre banque, et plus une même perte d'actifs correspond à une dévalorisation des fonds propres qui sera importante en termes relatifs. La solidité des banques face à ce type de *risque d'insolvabilité* est donc d'autant plus élevée que les banques possèdent une part relativement faible de fonds propres.

Le problème est qu'à l'autre bout de la chaîne financière, les épargnants préfèrent généralement placer leur argent dans des dépôts (rémunérés ou non) ou des emprunts obligataires, plutôt que de posséder une partie de ces fonds propres sous la forme d'actions ou de parts sociales, puisque justement la valeur des fonds propres est aussi fluctuante. Les banques sont donc obligées de rémunérer ces fonds propres avec une *prime de risque*. Au passage, cette contrainte n'est d'ailleurs pas spécifique aux sociétés financières. La différence de rémunération entre fonds propres et dettes permet de comprendre pourquoi les placements en actions sont en moyenne mieux rémunérés que les placements monétaires ou obligataires.

A contrario, comme les dettes sont de ce fait moins bien rémunérées que les fonds propres, diminuer la part des fonds propres dans le passif est une technique permettant d'accroître la rentabilité moyenne des fonds propres. C'est ce que l'on appelle la technique de *l'effet levier*. Pour illustrer ce point, reprenons l'exemple de tout à l'heure et imaginons que les actifs détenus engendrent une valeur moyenne de 5% de leurs valeurs, que les dépôts doivent être rémunérés à 3% et les obligations à 4%. Le milliard d'actifs possédé par la banque engendre alors un revenu de $0.05 \times 1\,000 = 50$ millions d'euros. Les 800 millions de dépôts coûtent $0.03 \times 800 = 24$ millions d'euros, tandis que les 150 millions de dettes obligataires coûtent $0.04 \times 150 = 6$ millions d'euros. Restent donc 20 millions de bénéfices à redistribuer aux actionnaires. Les 50 millions de fonds propres sont alors rémunérés à $20/50=40\%$. Si en revanche les dettes obligataires sont réduites à 100 millions d'euros et que les fonds propres passent à 200 millions, le coût des obligations devient égal à $0.04 \times 100 = 4$ millions d'euros, si bien que 22 millions sont distribués aux actionnaires. Néanmoins, ces 22 millions correspondent à un taux de rémunération de $22/100 = 22\%$. Autrement dit, plus la part des fonds propres dans le passif est élevé, et plus le taux de rémunération de ces derniers est faible. Encore une fois, ce phénomène repose sur le fait que les « dettes » sont relativement peu rémunérées.

En temps « normal », la corrélation entre les risques des différents projets à financer reste modeste. Aussi, par la diversification de leurs placements, les banques réussissent à modérer les fluctuations de la valeur de leurs actifs. La tentation est alors grande pour elles de diminuer la part de leurs fonds propres afin d'augmenter le taux de rémunération offerts à leurs actionnaires. Les taux d'intérêts ayant été historiquement bas entre 2001 et 2004, la tentation de diminuer la part des fonds propres a donc été d'autant plus importante. Néanmoins, lorsque la bulle immobilière a éclaté en 2006 les sociétés financières détenant des titres adossés aux subprimes se sont

retrouvées à la fois avec des pertes relativement importantes, et avec des fonds propres extrêmement réduits. C'est pourquoi elles se sont retrouvées dans une situation extrêmement dangereuse et que l'on a pu craindre une véritable crise systémique.

Le phénomène a été paradoxalement amplifié par la réforme des modes de comptabilité. Au nom de l'exigence bien légitime de transparence s'est développée l'évaluation des actifs financiers aux prix du marché (*price to market*) et non plus à leurs prix d'achat. Mais en période financière instable où la suspicion généralisée des acteurs provoque une véritable bulle spéculative à la baisse sur la valeur des actifs, l'adoption du *price to market* accroît encore davantage l'exposition des acteurs financiers au risque de faillite, en les obligeant à valoriser les actifs qu'ils détiennent à des cours irrationnellement inférieurs à leurs valeurs fondamentales.

Pourtant il existe des régulations du système bancaire de part le monde. Le B-A-BA de celles-ci consiste à obliger les acteurs financiers à disposer de fonds propres suffisants pour se prémunir contre le risque de faillite. C'est d'ailleurs la principale recommandation des membres du comité de Bâle⁶ (dits accords de [Bâle I](#)) que de requérir que les fonds propres des banques doivent représenter au minimum 8% de leurs « engagements de crédit » qu'elles émettent (i.e. de leurs « actifs » dans les exemples numériques que l'on a donné ci-dessus). Ces recommandations ont été traduites par chaque état dans son droit national. Ces recommandations ont été transposées dans le droit européen en 1989 et dans le droit Français en 1993. Les recommandations de Bâle I se sont toutefois révélées insuffisantes. En particulier, les « engagements de crédits » pouvant se traduire par des risques très hétérogènes, les recommandations de [Bâle II](#) en 2004 ont alors proposé d'appliquer une pondération des différents crédits en fonctions des risques auxquels ils sont associés. Mais surtout, la titrisation a permis aux banques de transférer les risques sur d'autres acteurs échappant dans une large mesure à cette régulation. En effet, en revendant les créances risquées à des sociétés financières ad-hoc, les banques ont pu transformer ces créances de crédits soumis à la contrainte de fonds propres en titres de propriété de sociétés financières échappant à cette contrainte.⁷

Ainsi les processus d'innovations financières n'ont pas seulement contribué à la réduction des risques par des techniques de diversifications des risques de plus en plus complexes, mais ils ont également contribué à opacifier le fonctionnement du système et permettre de ce fait de contourner les réglementations prudentielles. Il semble qu'aujourd'hui la complexité des titres mis sur le marché ait atteint un tel degré que le contrôle prudentiel des banques soit devenu une tâche extrêmement difficile, non seulement pour les régulateurs, mais également pour le contrôle interne aux banques. Une régulation envisageable serait de mettre en place une agence dont le rôle serait de contrôler les innovations financières. Pour lancer un nouveau type de produit financier, il faudrait au préalable bénéficier de l'autorisation de cette agence.

Il semble que les dérives de l'innovation financière ont été facilitées par les attitudes plutôt « souples » des régulateurs nationaux. De ce point de vue, la concurrence internationale entre les différentes places financières aurait plutôt poussé à véritable « dumping réglementaire » en jouant comme une incitation à la modération des contrôles bancaires afin d'avantager les acteurs nationaux des marchés financiers. C'est en tous cas ce que suggère le point de vue de [Guido Tabelinni paru dans Telos dès le 31 mars 2008](#). On lira également avec intérêt cet [appel](#)

⁶ Le comité de Bâle comprend aujourd'hui les représentants des banques centrales et des autorités prudentielles de l'Allemagne, la Belgique, le Canada, l'Espagne, les Etats Unis, la France, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, les Pays Bas, le Royaume Uni, la Suède et la Suisse.

⁷ En complément du [rapport 78 du CAE](#) consacré à la crise des subprimes, Jézabel Couppey-Soubeyran écrit (page 219) que par le développement de la titrisation, « [les banques ont transféré] les risques qu'elles ont vocation à porter sur d'autres acteurs dont au final on ne sait plus trop qui ils sont, ni si ils sont suffisamment solides financièrement, et s'ils font l'objet d'un encadrement suffisant ».

d'économistes européens (dont Guido Tabellini) pour une réponse européenne à la crise.⁸ Ce dumping semble avoir été amplifié par l'existence des places off-shores et autres paradis fiscaux. On comprend alors l'importance d'une réponse internationalement coordonnée... et les difficultés qu'implique la nécessité d'une telle coordination internationale.⁹

2.4) Le sauvetage du système financier par la puissance publique.

D'expérience, l'Etat n'est pas un très bon banquier. Il a du mal à identifier quels sont les bons projets à financer au niveau microéconomique. A l'inverse, les banques privées¹⁰ ont des réseaux extrêmement disséminés qui leur permettent d'avoir une connaissance au plus proche du terrain. Une autre raison est que les impératifs de rentabilité économiques rendent les banques privées davantage immunes aux pressions des différents lobbys locaux ou nationaux que les pouvoirs publics. Bien sûr, ces acteurs privés doivent être régulés. En effet, ils sont tentés de prendre plus de risque que ce qui serait socialement désirable, car en cas de défaut, la faillite des acteurs leur permet d'éviter d'assumer leurs pertes. Face à cette externalité inhérente à la prise de risque et à la possibilité de faire faillite, le rôle de la régulation est de limiter la prise de risques inconsidérés, et en particulier de limiter le recours aux stratégies basées sur l'effet de levier. Il convient également pour l'Etat de prévenir les comportements d'ententes ou les fusions anticoncurrentielles.

Néanmoins, même dans le meilleur monde dans lequel des acteurs financiers performants seraient correctement contraints par la puissance publique de disposer de suffisamment de fonds propres avant de s'engager dans le financement de projets risqués, le risque systémique ne saurait être exclu. La raison est que les techniques de diversification des risques ne peuvent réduire l'incertitude que face à des risques peu corrélés. C'est ce que l'on a déjà souligné dans la section I. Or, en présence de risques affectant *simultanément* l'ensemble des acteurs économiques, et donc l'ensemble des projets à financer, la diversification offre une protection totalement inefficace. C'est en particulier le cas lorsque l'économie est frappée de *risques macroéconomiques*. La loi des grands nombres n'est alors plus valable, la diversification des portefeuilles ne permet plus la réduction des risques et certains épargnants (si ce n'est tous) se doivent d'assumer des pertes. Dans ces circonstances, le système financier est d'autant plus affaibli que la diversification des risques a pu laisser aux acteurs une apparence de sécurité. C'est ce genre de situation que l'on a connu en septembre-octobre 2008. L'éclatement de la bulle immobilière américaine associée à des stratégies de levier des acteurs financiers ont jeté une suspicion *généralisée* sur pratiquement *tous* les acteurs financiers.

L'Etat se trouve alors être un acteur relativement efficace pour supporter les risques macroéconomiques. Pourquoi ? Parce que sa taille peut lui permettre de transférer les risques dans le temps, via l'endettement. Mais il est alors important que, préalablement à la survenue du choc macroéconomique, l'état des finances publiques soit suffisamment bon. En effet, plus la dette publique et le déficit sont modérés au moment de la survenue d'un choc macroéconomique et plus l'Etat apparaîtra crédible dans sa capacité de remboursement. Ses créanciers potentiels ne demanderont alors que des primes de risques modérées, si bien que l'Etat pourra bénéficier de taux d'intérêts modérés. Il sera alors capable d'apporter des ressources financières aux agents

⁸ Une explication alternative et complémentaire réside dans le fait qu'il est aujourd'hui beaucoup plus rémunérateur de travailler pour les acteurs privés du secteur financier plutôt que pour les régulateurs publics.

⁹ Voir à ce sujet ce [point de vue](#) d'Agnès Bénassy-Quéré et de Lionel Fontagné.

¹⁰ Il ne fait pas oublier qu'en France, certaines banques, telles que le crédit mutuel ou les banques populaires, appartiennent au secteur mutualiste.

privés défaillants à des taux d'intérêt plus faibles que les taux auxquels ces mêmes agents auraient été confrontés s'ils s'étaient endettés directement.

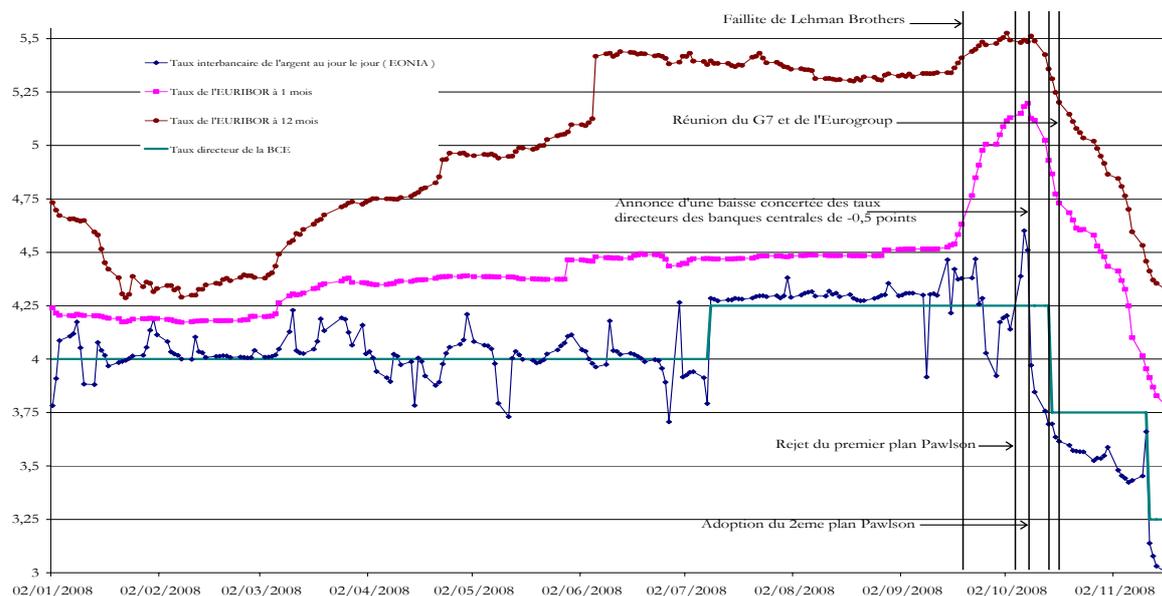
Mais se pose alors la question de la manière dont l'Etat devrait intervenir dans les situations extrêmes où le secteur financier se retrouve au bord de la crise systémique ? A la lumière de l'expérience de la crise de septembre-octobre 2008, on peut distinguer trois grandes stratégies d'intervention.

La première stratégie est illustrée par la première version du plan Paulson qui prévoyait le rachat par la puissance publique des titres « toxiques ». Ces derniers correspondent essentiellement aux actifs financiers adossés aux subprimes et dont la dévalorisation plombait le résultat des acteurs financiers au point de les mettre au bord de la faillite. Mais une telle intervention est extrêmement coûteuse pour le budget public (700 milliards de dollars). Pire, c'est une véritable incitation pour ces acteurs à adopter les pratiques les plus risquées à l'origine de la crise. Cela revient en effet à émettre le message « si vous gagnez, tant mieux pour vous, si vous perdez, on rachètera vos pertes ». Autrement dit, on se retrouve dans un système de répartition des rôles entre l'Etat et le marché dans lequel les agents privés bénéficient des gains tandis que les pertes sont à la charge de l'Etat (i.e. des contribuables). On comprend alors à quel point les oppositions au plan Paulson ont été aussi véhémentes.

Une deuxième possibilité consiste à laisser les acteurs financiers faire faillite. C'est exactement ce que les autorités américaines ont fait au moment de la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers. Il semble néanmoins aujourd'hui que le paroxysme de la crise a davantage été provoqué par la décision de laisser faire la faillite de Lehman Brothers que par la crise des subprimes elle-même. En effet, les opérations financières sont tellement complexes et Lehman Brothers se trouvait au centre de transactions tellement massive dans la couverture des risques entre banques d'affaires, que la faillite de Lehman Brothers a véritablement créé le vent de suspicion et d'inquiétude qu'ont connu les marchés financiers en septembre-octobre 2008. A partir du moment où une banque de la taille de Lehman Brothers a pu faire faillite, sa disparition a jeté un énorme doute sur la valeur des actifs que les autres acteurs financiers détenaient chez Lehman Brothers. En refusant d'assumer son rôle de prêteur en dernier ressort, la faillite de Lehman Brothers a engendré une suspicion généralisée à la quasi totalité des acteurs financiers via un processus de domino. L'évolution des taux d'intérêts auquel les banques se prêtent de l'argent entre elles est à ce titre éloquente. C'est à la suite de la faillite de Lehmann que ces taux EURIBOR ont massivement augmenté. A ce titre, on peut se demander si la taille d'acteurs financiers tels que Lehman Brothers ne constitue pas une forme de distorsion de concurrence, puisque de tel acteurs sont devenus trop gros pour qu'on puisse les laisser faire faillite sans mettre en péril l'ensemble des acteurs financiers de la planète (*too big too fail*).

La troisième possibilité consiste à agir non pas sur l'actif des sociétés financières (ce qui est le cas avec le rachat des titres toxiques) mais sur leur passif. Une première technique consiste à convertir une partie des dettes obligataires en actions. Dans ce cas de figure, les détenteurs de ces titres voient leur rémunérations diminuer en cas de crise. L'inconvénient est évidemment que les détenteurs de ces obligations se retrouvent obligés d'assumer un risque auquel ils ne devaient pas être contractuellement exposés. L'avantage est qu'une telle opération est neutre pour les finances publiques. Un autre avantage est que ce sont finalement les actionnaires qui se retrouvent à devoir assumer les risques pris par les sociétés qu'ils possèdent. Une deuxième technique réside dans la nationalisation partielle avec injection de fonds propres. C'est l'un des deux piliers du plan de sauvetage mis au point par le gouvernement britannique de Gordon Brown (et de sa chancelière Alistair Darling), et peu ou prou généralisé à l'ensemble des pays européens. C'est évidemment à court terme une opération coûteuse pour les finances publiques. Mais injecter du capital dans des banques au moment où leurs cours s'est effondré peut se révéler

in fine une opération positive pour les finances publiques lorsque les actions des banques en question auront retrouvé des cours plus en rapport avec leur valeur fondamentale.¹¹



Taux d'intérêt sur les prêts interbancaires européens

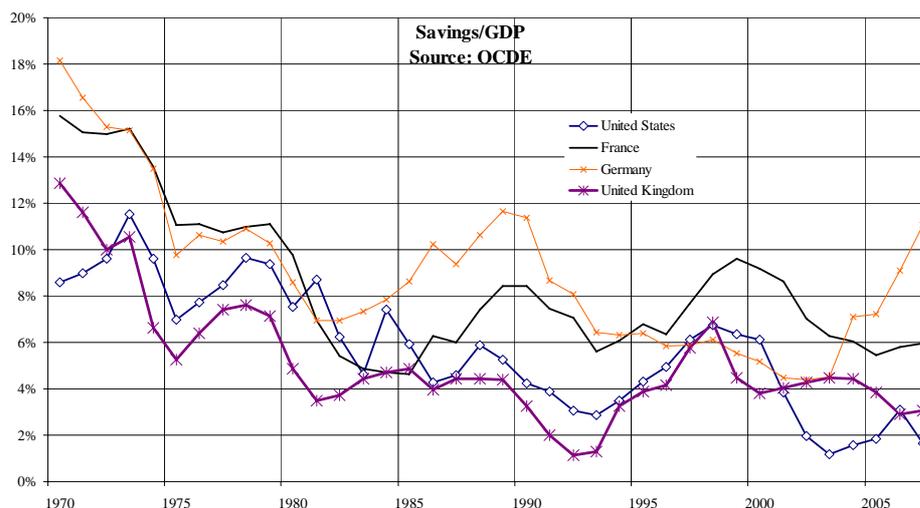
II. 5) Une insuffisance structurelle d'épargne

Jusqu'ici, nous avons tenté de comprendre la crise financière uniquement sous l'angle du système financier, c'est-à-dire du système servant d'intermédiaire entre les épargnants et les différents projets à financer. Néanmoins, on peut à présent se demander si le secteur financier est le seul responsable.

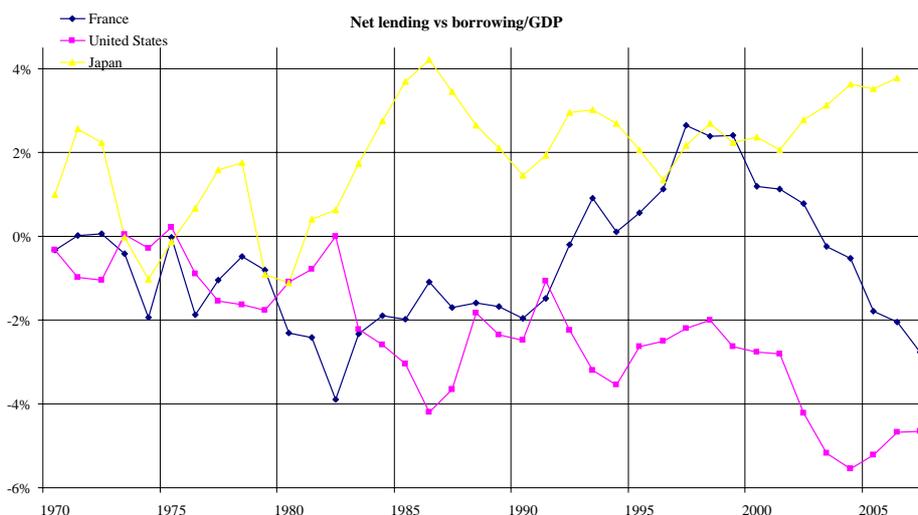
Le graphique ci-dessous trace l'évolution du rapport entre l'épargne nette des ménages et le PIB des différents pays.¹² Trois constats sautent aux yeux. D'une part, les taux d'épargne tendent à diminuer dans les quatre pays considérés. L'explication qui vient à l'esprit tient au vieillissement de la population. Suite à la théorie du cycle de vie de Modigliani, les ménages tendent à épargner pendant leur période d'activité tandis qu'ils désépargnent une fois en situation de retraite. Aussi, le vieillissement de la population tend à augmenter la proportion de ménages désépargnant au détriment des ménages qui épargnent. Le deuxième fait marquant est que la tendance à la baisse est particulièrement marquée pour les Etats-Unis. Au contraire, le taux d'épargne en Allemagne a tendance à remonter depuis 2002 alors que le taux d'épargne aux Etats-Unis serait devenu négatif. Pire, depuis le milieu des années 80, le taux d'épargne américain est devenu structurellement inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE. Or sans épargne, comment financer les nouveaux projets économiques à l'origine de la croissance ?

¹¹ On lire à ce sujet [le point de vue de Cédric Tillé sur Telos](#) daté du 8 octobre 2008.

¹² Il s'agit du rapport entre les séries "saving: net" et "gross domestic product" disponibles en lignes sur le site de l'OCDE à <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>



La réponse est évidente : par l'endettement vis-à-vis du reste du monde. C'est d'ailleurs ce que l'on observe avec le graphique ci-dessous. En termes de flux financiers, les Etats-Unis tendent à emprunter massivement, et ce, depuis le milieu des années 80. A titre de comparaison, la France emprunte moins que les Etats-Unis, même si depuis 2003, elle est repassée « dans le négatif » et que la tendance tend à se poursuivre à un rythme inquiétant.



Est-ce qu'un tel mode de financement de l'économie américaine est soutenable ? Poser ainsi la question, c'est sans doute déjà y répondre. Aujourd'hui, les ménages américains consomment quasiment l'intégralité de leurs revenus et ne dégagent quasiment plus d'épargne. Ce sont donc des pays à forts excédents commerciaux comme la Chine qui financent les investissements américains. Ces données souffrent de problèmes de mesures importants. Mais les tendances lourdes sont présentes. L'économie américaine vit donc sous une épée de Damoclès et nul ne sait combien de temps ces déséquilibres pourront perdurer.

Il faut néanmoins ne pas trop s'illusionner sur la spécificité américaine de ce phénomène. La France connaît des déficits commerciaux qui s'amplifient dangereusement, au point que ses flux d'endettement se rapprochent de ceux des Etats-Unis. Certes, son taux d'épargne reste conséquent, mais il s'est stabilisé à un niveau bien inférieur à celui qui prévalait en 1970. Pire, le vieillissement démographique joue structurellement dans le sens d'une détérioration de l'épargne.

C'est le « réglage » de la politique macroéconomique qu'il conviendrait de revoir. Depuis l'administration Reagan, et à l'exception de l'administration Clinton, les budgets fédéraux ont connu des déficits publics importants. Les politiques de réduction d'impôts d'une part, et le maintien de dépenses publiques importantes, en particulier dans la défense, sont à l'origine de ces déficits. Or, moins d'impôts, c'est plus de revenus pour la consommation, et donc moins d'épargne. Devant l'attitude trop « cigale » des ménages américains, il serait urgent que l'Etat fédéral redevienne « fourmi » et retrouve de la rigueur. Bien sûr, en cas de Krach, l'urgence n'est pas à la réduction des déficits. Mais une fois la crise passée, le temps de la discipline budgétaire se doit de revenir. La prudence de la politique fiscale en Allemagne dans les années 2000 peut expliquer pourquoi le taux d'épargne y a augmenté substantiellement alors que l'inverse s'est produit en France. Ceci plaiderait alors pour un usage beaucoup plus modéré des politiques keynésiennes qu'il conviendrait de n'utiliser que de manière très parcimonieuse.

Bien sûr, l'urgence aujourd'hui n'est pas dans la préservation des déficits publics. Mais il convient de centrer l'intervention macroéconomique pour contrer les mécanismes de propagation de la crise de "Wall Street" à "Main Street". Aujourd'hui, le mécanisme de transmission de la crise réside dans le durcissement des conditions de crédit de la part des banques. Les PME sont particulièrement touchées, avec des difficultés de trésorerie qu'elles se propagent les unes vers les autres. Assurer des prêts de trésorerie aux PME rentables mais confrontées à un problème de liquidités ou augmenter les volumes de prêts immobiliers à taux réduits s'avère alors un mode d'intervention budgétaire bien plus souhaitable qu'une politique keynésienne traditionnelle visant à relancer la consommation (et donc à déprécier l'épargne). Dans le même ordre d'idée, il semble que l'annonce par les gouvernements européens de garantir les prêts interbancaires (c'est l'autre pilier du plan britannique Brown – Darling) a également été fort opportun. En conjonction avec la recapitalisation de certains acteurs fragilisés, il semble bien que ces mesures aient finalement réussi à restaurer un certain niveau de confiance sur les marchés interbancaires, comme le montre la baisse spectaculaire des taux EURIBOR depuis le 9 octobre 2008.

Mais il ne faut pas perdre de vue qu'il ne s'agit que de mesures d'urgence. Le fait que le gouvernement américain ait laissé les déficits exploser et ait pu profiter d'une politique monétaire accommodante au lendemain du 11 septembre ont largement contribué au développement des subprimes, et de la bulle spéculative immobilière aux Etats-Unis. Plus généralement, on sait bien aujourd'hui que les politiques de relance de la demande n'ont des effets que transitoires. D'où l'importance de limiter le recours à ces politiques à des situations d'urgence et de ne pas perdre de vue l'importance d'avoir « en moyenne » des finances reposant sur une rigueur budgétaire que la France et les Etats unis ont perdu.

Enfin, il convient d'insister sur le fait que rigueur budgétaire n'est pas nécessairement synonyme de régression sociale. D'une part parce que les déficits d'aujourd'hui devront être remboursés dans le futur. Mais aussi parce que les prélèvements obligatoires forment un ensemble hétérogène affectant très différemment les différentes couches de la population. Réduire les déficits publics en renonçant au développement d'un Revenu de Solidarité Active ambitieux n'a pas les mêmes conséquences en termes d'emplois et d'inégalités qu'une politique revenant sur les baisses d'impôts sur le revenu et de droits de successions.

Conclusion

En conclusion, la crise financière que nous venons de connaître semble due à la fois à des échecs de marchés, à des échecs de la régulation, et à une mauvaise régulation macroéconomique. Les échecs de marchés résident dans l'incapacité des acteurs privés à résister à la tentation de recourir à des stratégies d'effets levier, prenant alors des risques inconsidérés pour doper les taux

de rémunération de leurs fonds propres. Les échecs de la régulation sont liés d'une part à la très grande difficulté pour les régulateurs à contrôler des produits financiers de plus en plus complexes. Mais elles sont également dues à une forme de dumping réglementaire auquel se seraient livrées les autorités nationales de régulation. De ce point de vue, l'Union Européenne pourrait constituer un cadre pertinent, en attendant une véritable régulation mondiale. Enfin, même si ce n'est pas le premier objectif à poursuivre en période de crise, il semble important de retrouver une certaine rigueur budgétaire et une certaine stabilité de la politique monétaire.