



# CINQ SIÈCLES DE CRISES FINANCIÈRES

ATTILA BALATON\*  
DANIEL DEGUEN\*\*

« *Ceux qui ne connaissent pas le passé sont condamnés à le répéter* ».  
George Santayana

L'essor du capitalisme, depuis le XV<sup>ème</sup> siècle est jalonné de crises de toutes sortes et d'origines très diverses. Les conflits armés, les épidémies, les brusques fluctuations des cours des matières premières et les conséquences économiques des progrès techniques ont tour à tour entravé ou accéléré la croissance économique, bouleversé la démographie et modifié les structures sociales. Parmi toutes ces crises, les plus intrigantes peut-être sont celles dont le point de départ est de nature financière. Elles sont en effet le résultat d'un dysfonctionnement des institutions ou des conventions sur lesquelles reposent le règlement des transactions commerciales, le financement des investissements privés ainsi que celui des dépenses publiques. S'agissant de celles de ces crises dites

systémiques, parce qu'elles ont un caractère contagieux, qu'elles touchent une part significative du système financier et qu'elles peuvent impacter négativement l'économie réelle, quelques idées reçues méritent d'être discutées.

La première est qu'elles seraient inhérentes au système capitaliste et qu'il serait vain de vouloir les éliminer. Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, dit-on, et chaque période de croissance prolongée doit être suivie d'une période de récession ou de stagnation, tandis que le développement des activités financières traduit des excès d'anticipations qui conduisent nécessairement à des épisodes euphoriques, appelant à leur tour des purges douloureuses mais nécessaires.

\* Associé, Financière ACOFI.

\*\* Président d'Honneur du Centre des Professions Financières.

Daniel Deguen a présidé la Commission sur les nouveaux instruments financiers et les marchés à terme instituée par Édouard Balladur, ministre d'État, ministre de l'Économie des Finances et de la Privatisation à la suite de la crise de 1987 et dont le rapporteur général était Antoine Raoul-Duval.

*Le rapport de cette Commission soulignait déjà dans son introduction la nécessité d'un contrôle conjoint par les autorités monétaires et financières de ces marchés de promesses qui permettent de prendre position sur un actif sans avoir à l'acquiescer.*

La seconde est que, chaque crise étant différente des précédentes, elle serait, de ce fait, difficile à prévoir, plus encore à prévenir.

La troisième est que la réglementation, d'une manière générale, étoufferait la croissance, contrarierait l'innovation et ralentirait le progrès : impuissante à empêcher la crise, la règle prospère après celle-ci et contribue à en prolonger les effets négatifs.

Ces trois idées reçues ont entre elles un point commun : les crises financières seraient une fatalité sans responsables identifiables ou, ce qui revient au même, dont tous seraient responsables, y compris les victimes.

Cette thèse est sous-jacente à la plupart des nombreux écrits consacrés aux crises qui, jusqu'à Kindleberger, ne distinguent d'ailleurs pas toujours les crises financières des fluctuations plus ou moins cycliques de l'activité économique, ou n'y voient qu'une conséquence de celles-ci. C'est donc avec le souci de la mettre à l'épreuve que seront évoquées ici quelques-unes des crises financières majeures apparues depuis le milieu du XV<sup>ème</sup> siècle, en privilégiant celles qui ont touché la France et ont façonné nos mentalités. Leur apparente diversité dissimule certains traits communs qui jettent quelques lumières sur leurs causes et, partant, sur les moyens de les combattre.

## **LES CRISES SE SUCCÈDENT ET NE SE RESSEMBLENT PAS**

L'histoire économique de la période préindustrielle est difficile à interpréter

tant les structures sociales, les institutions et les doctrines sont différentes de celles qui nous sont familières. Cette difficulté est accrue par la faiblesse de l'appareil statistique au niveau macroéconomique et par le risque de généralisation hâtive à partir de données fragmentaires. Elle est enfin aggravée, jusqu'à une époque relativement récente, par une insuffisante coopération entre historiens et économistes pour rendre compte, en des termes intelligibles de nos jours, de l'évolution des systèmes financiers au cours de cette période.

De plus, la science économique moderne a perdu une partie des liens qui unissaient autrefois l'économie politique et les disciplines juridiques. Elle tend ainsi à privilégier une approche formelle, rationnelle et mathématique, qui ne reflète qu'imparfaitement les faits actuels et s'avère inapplicable à des événements lointains.

La tentation reste grande cependant de penser que, dans le domaine de la finance, rien n'est nouveau sous le soleil, que les événements du passé sont régis par les mêmes lois que ceux du présent. On peut voir dans les temples grecs les premières banques de dépôts de l'Antiquité (sous réserve d'une antériorité probable des Égyptiens et des Assyriens...) où les riches placent leurs trésors sous la sauvegarde des prêtres. Cicéron, dans sa correspondance avec son ami Atticus - membre d'une famille équestre qui ne dédaigne pas, à l'occasion, l'activité de banquier - nous en apporte un témoignage précis. À la même époque, les besoins des cités souveraines et ceux du Trésor impérial font éclore une race de décurions et de publicains dont les activités

dépassent la seule collecte des impôts. Perpétuant la tradition judaïque des jubilé, la République puis l'Empire Romain procèdent, lorsque les tensions sociales l'imposent, à des moratoires ou à des remises de dettes. C'est à Tibère, enfin, que l'on fait remonter l'usage de rogner les monnaies, qui inspirera tant d'émules toujours plus inventifs, de Philippe le Bel à nos jours.

Quant aux mathématiques financières, on peut en faire remonter l'origine au « *Liber Abbaci* », écrit en 1202 par Leonardo Pisano, dit Fibonacci, empruntant lui-même aux mathématiciens arabes ou indous. Les marchands, entrepreneurs et banquiers du XIII<sup>ème</sup> siècle peuvent puiser dans ce livre la solution algébrique de leurs problèmes de partage des profits entre coentrepreneurs, de conversions simultanées entre plusieurs monnaies, de calculs complexes d'intérêts, voire même de valeurs actuelles de divers placements financiers.

Tous les éléments de la finance moderne se trouvent donc en germe dès le XIII<sup>ème</sup> siècle. Ce n'est toutefois qu'à partir du XV<sup>ème</sup> siècle - si l'on ne fait entrer en ligne de compte ni l'histoire mouvementée des cités italiennes ou de la Ligue Hanséatique, ni la triste fin des Templiers et de leur trésor - que les problèmes financiers prennent une place majeure dans l'histoire, dans la mesure même où ils sont étroitement liés à l'émergence des États modernes.

### **Les crises de l'ère préindustrielle**

Peu d'analogies apparentes entre l'ascension fulgurante puis la chute

de Jacques Cœur en 1450, la fortune d'Anvers et son déclin après la double banqueroute de 1557, ou la manie des tulipes et l'exubérance irrationnelle du marché d'Amsterdam en 1637. Plus atypique encore la frénésie de la rue Quincampoix et la faillite du système de Law en 1720. Chacune de ces crises a cependant laissé des traces durables.

### **Jacques Cœur ou la chasse au sorcier**

L'histoire de Jacques Cœur est un roman. L'ascension fulgurante de ce jeune homme de bonne famille - devenu maître des monnaies, fondateur d'une florissante entreprise de commerce international concurrençant en Méditerranée les marchands italiens, grand argentier de Charles VII et fermier général avant la lettre des États du Languedoc, architecte enfin d'un système fiscal qui subsistera, dans ses grandes lignes, jusqu'à la Révolution - atteint son apogée en 1450. Lorsque Charles VII fait son entrée triomphale à Rouen, en novembre 1449, il est accompagné de Dunois, qui a mené la campagne de reconquête de la Normandie et de Jacques Cœur, qui a largement contribué à la financer. Et pourtant sa chute est proche. Le roi, déterminé à le perdre, le fait juger et condamner à mort et à la confiscation de ses biens, après trois ans d'une procédure où les crimes les plus odieux lui sont imputés, depuis l'assassinat d'Agnès Sorel jusqu'à la lèse-majesté, en passant par le trafic d'armes, le faux-monnayage, l'abus de pouvoir et bien d'autres forfaits encore. À la demande du Pape, Jacques Cœur voit sa peine

commuée « pour services rendus ». Il s'évade de sa prison et termine ses jours à Rhodes, trois ans après la chute de Byzance, à la tête d'une flotte qu'il a réunie, à la demande du Pape, pour courir *sus* aux Infidèles.

Cette « crise financière » archaïque n'a apparemment rien de commun avec celles de notre ère, ne pouvant guère avoir de caractère systémique en l'absence à l'époque de système financier organisé. Elle évoque davantage la chute des Templiers ou celle de Fouquet que celle des frères Pereire. Bien qu'il soit impossible de cerner la réalité, faute d'archives précises, il semble bien cependant qu'elle soit la première en France à sanctionner l'excès de réussite d'un entrepreneur, banquier d'affaires et spéculateur hors pair, dont la principale faiblesse a été sans doute de n'avoir pas su limiter ses ambitions et d'avoir mal choisi ses débiteurs. Ce sont, en effet, ces derniers qui orchestreront sa perte, n'hésitant pas à être juges et parties au procès, à spolier au passage les créanciers de leur ennemi, et à reprendre sans vergogne les charges dont ils l'ont destitué.

Un aspect de la politique de Jacques Cœur mériterait une étude plus approfondie. Son erreur n'est-elle pas de procéder simultanément à la mise en place d'un système fiscal « moderne » et au rétablissement d'une monnaie forte en France ? En servant la Couronne, et en s'enrichissant lui-même au passage, Jacques Cœur lèse dans leurs intérêts nombre de grands seigneurs que les conflits incessants de la guerre de Cent Ans ont contraints à s'endetter. Faute de documents probants, cette interprétation reste spéculative. Elle éclairerait cependant

l'attitude de Charles VII qui, sous l'influence de ses proches, condamne cruellement un excellent ministre, mais procède sans doute ainsi à un rééquilibrage nécessaire entre débiteurs et créanciers, conséquence habituelle et parfois cause des grandes crises financières.

### La double banqueroute de 1557

Les longues guerres que la maison de France et celle d'Espagne se livrent, de la fin du XV<sup>ème</sup> siècle jusqu'à la Paix de Cateau-Cambrésis, laissent exsangues les deux monarchies. Toutes deux, faute de recettes fiscales suffisantes, doivent recourir à l'emprunt. L'Espagne, malgré l'afflux des métaux précieux et les ressources des Indes Occidentales, est toujours à court de trésorerie. C'est à Anvers que Charles Quint et Philippe II trouveront les capitaux nécessaires à l'exploitation de leurs conquêtes outre-mer et à leurs campagnes contre la France. Anvers est, dès cette époque, un centre d'affaires international qui a financé les Portugais avant les Espagnols. Les grands banquiers d'Allemagne du Sud (les Fugger, les Welser, les Höchstetter, etc.) y déploient leurs activités. Avec leurs confrères florentins, vénitiens ou génois, ils accumulent des créances monumentales sur l'État espagnol, prenant pour gage ses recettes futures. À plusieurs reprises, Philippe II doit suspendre le paiement des intérêts ou négocier des conversions en dépit desquelles le service de la dette devient insupportable : le taux d'intérêt atteint en effet 15 % en raison de l'inflation provoquée par l'abondance des métaux précieux et de la « prime de risque »

de plus en plus élevée exigée par les prêteurs. En juin 1557, Philippe II, après avis de l'Église, invoque le caractère usuraire de ces prêts pour imposer une conversion globale de la dette publique en une rente de 5 % et abolir les gages que détiennent les banquiers sur les recettes de la Couronne, tant en Espagne qu'en outre-mer.

Les Valois, de leur côté, ont recours à la place de Lyon, où l'on retrouve d'ailleurs, aux côtés des banquiers italiens, certains des banquiers allemands établis à Anvers (les Welser) et surtout leurs confrères luthériens. Le cardinal de Tournon y organise, dès 1542, de véritables appels à l'épargne publique, qu'il réitère en 1555 avec l'aide d'un syndicat de placement (« le Grand Parti »), offrant un intérêt annuel de 20 % pour des obligations de 10 ans. Le succès de l'opération destinée à amortir les dettes antérieures est exceptionnel : « chacun courait pour apporter son argent ». En septembre 1557, le service de la dette devient si irrégulier que le cours des obligations du Grand Parti baisse de moitié.

Cette double banqueroute est le premier krach financier européen puisqu'on assiste à un effondrement brutal des prix d'actifs, ici les emprunts d'État (le mot krach sera utilisé pour la première fois à l'occasion de l'effondrement des Bourses de Vienne et de Berlin en 1873). Elle ébranle la place d'Anvers, ruine les Fugger, amorce le déclin des Welser et provoque des faillites en chaîne en Allemagne du Sud. Après trente ans d'inflation, on assiste à un *credit crunch* brutal qui contraint les belligérants épuisés à signer la paix en 1559, et prélude à une longue période de dépression.

### **Les tulipes d'Amsterdam ou le modèle des bulles spéculatives**

Au début du XVII<sup>ème</sup> siècle, la finance internationale connaît un nouvel essor à Amsterdam, puis à Londres. La Banque d'Amsterdam, créée en 1609, acclimate la notion de monnaie fiduciaire et pratique une politique à la fois dynamique et prudente. Les entrées et les sorties de métaux précieux sont libres. La Banque dispose d'encaisses considérables et consent des crédits à des taux modérés. La Bourse des valeurs favorise un développement spectaculaire des sociétés par actions. La conjonction d'une liquidité abondante, d'un marché organisé et d'une relative stabilité des changes sur une place vouée au commerce international ne peut que favoriser l'esprit d'entreprise et la spéculation. Dès 1630, une fièvre spéculative gagne la Bourse des valeurs et les transactions immobilières, mais c'est le boom du marché des bulbes de tulipe qui frappera surtout les esprits, moins par ses conséquences économiques, qui sont restées limitées, que par la folie collective qui s'empare des bourgeois hollandais, réputés pourtant placides et peu portés à l'extravagance. Les cours pratiqués sur un marché qui cote déjà le terme et les options font preuve d'une « exubérance irrationnelle » pendant trois ans, de 1634 à 1637 - le prix d'un seul bulbe pouvant dépasser la valeur d'une maison bourgeoise - et puis s'effondrent brutalement. L'éclatement de cette bulle spéculative met un terme à l'euphorie générale et entraîne des réactions violentes, à tel point que la culture des tulipes est réglementée.

Rien, semble-t-il, à part son caractère spectaculaire, ne rapproche cette crise hollandaise de la chute de Jacques Cœur ou de la double banqueroute de 1557. Pour la première fois en effet, on assiste à un mouvement qui touche toute une société et qui fait appel à des techniques de marchés très modernes.

### **Les débâcles financières du XVIII<sup>ème</sup> siècle**

#### **1720 - 1790 : du système de Law aux assignats**

Le système de Law et l'émission des assignats pendant la Révolution Française sont les premières expériences de grande ampleur d'émission de papier-monnaie à cours forcé.

La monnaie fiduciaire ne date pas du XVIII<sup>ème</sup> siècle. Déjà au XV<sup>ème</sup> siècle, l'Espagne expérimente avec succès la mise en circulation de pièces de monnaie en cuivre dont la valeur intrinsèque a peu de rapport avec leur dénomination. Et tous les progrès de la banque aux XVI<sup>ème</sup> et XVII<sup>ème</sup> siècles sont liés à l'utilisation de moyens de paiement de caractère fiduciaire, convertibles en or et en argent, et à la découverte pragmatique qu'il n'est pas nécessaire pour assurer cette convertibilité de gager l'émission sur une encaisse équivalente. Le débat ouvert en Grande-Bretagne entre la Banking School et la Currency School se termine à l'avantage de la première, mais jusqu'à Law, personne n'a osé imaginer un papier-monnaie à cours forcé.

#### **Le système de Law, un prékeynésien au pouvoir**

Bien que le système de Law, liant la gestion de la dette publique, l'émission monétaire et les résultats de la Compagnie perpétuelle des Indes - ancienne Compagnie d'Occident et ancienne Compagnie du Mississippi - se solde finalement par un échec retentissant et par une crise financière majeure à partir de 1720, il est difficile de nier que son architecte soit davantage un précurseur qu'un prestidigitateur. L'idée centrale consistant à gager l'émission monétaire sur l'activité marchande de la Compagnie des Indes ne mérite pas d'être récusée d'emblée. Elle séduit si bien dans un premier temps qu'elle sera poussée à l'extrême par le Régent, qui y voit un remède miracle au déficit des finances publiques. L'engouement des spéculateurs de la rue Quincampoix, s'écroule finalement, malgré les trésors d'ingéniosité déployés par Law pour en enrayer la chute par l'institution du cours forcé et du visa. Fidèle à sa tradition, l'administration française des finances fait alors des prodiges technocratiques pour en assurer la liquidation ordonnée.

Comme toutes les crises financières, cette débâcle profite aux uns et ruine les autres. Les très riches sortent généralement à temps, les mises modestes sont intégralement remboursées et ce sont finalement les spéculateurs moyens qui font les frais de l'opération.

Par une coïncidence qui n'a rien de fortuit, la spéculation sévit aussi à Londres à la même époque, sous une forme plus fruste puisque la Compagnie des mers du Sud, rivale des entreprises de Law et s'inspirant d'idées

voisines, se révèle in fine n'être qu'une vaste escroquerie. D'autres scandales de nature similaire accompagnent la faillite de la Compagnie des mers du Sud et il faut toute l'énergie de Walpole, vrai Premier ministre avant la lettre, pour rétablir la situation. Les Pays-Bas connaissent une agitation tout à fait comparable, de sorte que les crises financières de 1720 touchent en même temps toutes les grandes places européennes. L'aventure de Law semble avoir été contagieuse. Elle diffère toutefois de celles de ses émules anglais ou hollandais par son caractère visionnaire.

Les banquiers traditionnels, les Paris-Duverney, dont Law a un temps ébranlé le monopole, retrouvent leur place habituelle et la réforme des finances publiques, malgré son urgence, est une fois de plus différée. La France prend un retard certain en matière bancaire et boursière et malgré sa puissance économique, laisse la Grande-Bretagne la précéder sur le chemin du capitalisme.

### **Les assignats et l'hyperinflation révolutionnaire**

Law aura des défenseurs fidèles après sa chute, de son ancien agent Dutot à l'abbé Prévost, et son influence se fait encore sentir en 1789, quand l'Assemblée Nationale décide, à la demande de Necker, l'émission d'une première tranche d'assignats gagés sur la vente des biens nationaux, transmissibles par endos et portant intérêt à 5 %. Cette émission doit essentiellement servir à rembourser les avances consenties à l'État par la Caisse d'Escompte, créée peu de temps auparavant dans la

période d'euphorie financière du début des années 1780. Elle ne diffère guère des anciennes « assignations » émises pour consolider des créances exigibles assorties de garanties collatérales et soulève peu d'objections. Son succès est limité car la vente effective des biens d'Église reste incertaine. Les difficultés persistantes du Trésor amènent le gouvernement à proposer une émission supplémentaire de 2 milliards de livres, gagée également sur la vente des biens nationaux, transmissible au porteur et ne portant pas intérêt.

Cette création d'un véritable papier-monnaie, dont il faudra bientôt imposer le cours forcé, soulève un débat d'une grande tenue à l'Assemblée Nationale en septembre 1790. Comme Talleyrand, l'abbé Maury ou Condorcet, certains s'opposent vigoureusement au principe même du projet, tandis que d'autres législateurs (Montesquiou, Mirabeau) saluent l'initiative. Au milieu, les pragmatiques, tels Galissonière ou Beaumetz, estiment le projet acceptable à condition d'en limiter le montant à l'amortissement de la dette publique exigible et à la valeur des biens nationaux qui servent de gage aux assignats. Ils obtiennent que l'émission soit réduite à 1,8 milliards de livres. Plus significative peut-être est l'opinion très négative des principales places de commerce de province, très majoritairement opposées au projet malgré les pressions exercées par les sociétés révolutionnaires lors de leurs délibérations. L'expérience du système de Law, la crainte de voir les agioteurs se conjurer pour déprécier les assignats et acquérir à bon compte les biens nationaux, la certitude enfin de voir

s'affaiblir le crédit de leurs places auprès de leurs correspondants étrangers, sont au premier plan de leurs critiques. C'est cependant comme pour le système de Law, l'usage démesuré des assignats, plus encore que leur principe, qui conduit à l'hyperinflation puis à la faillite. Au total, 45 milliards de livres seront émis depuis l'origine, jusqu'à ce qu'en 1796 ils aient perdu toute valeur.

Cette longue période d'inflation, qui impose emprunts forcés, contrôle des prix, des changes et rationnement, trouve son épilogue dans la « banque-route des deux tiers » qui permet, grâce à la rigoureuse réforme budgétaire et fiscale conduite par Ramel entre 1797 et 1798, de rétablir l'équilibre des finances publiques avant même le coup d'État du 18-Brumaire. L'institution par l'Empire de la Banque de France et du franc-or couronnera quelques années plus tard le retour à l'orthodoxie monétaire.

### **Les crises de l'ère Industrielle**

La plupart des mesures qui permettront à l'Empire de laisser après sa chute des structures administratives et financières solides sont ainsi amorcées avant l'arrivée au pouvoir de Bonaparte : le Grand Livre de la Dette Publique et la rente perpétuelle 5 %, institués par Cambon en 1793, comme les réformes de Ramel, servent de socle au système Napoléonien. L'équilibre des finances publiques est maintenu malgré les dépenses de guerre grâce au développement des impôts indirects et aux ressources fournies par les conquêtes. En revanche, le pays, protégé par le

Blocus Continental mais isolé, accentue encore son retard dans le domaine des crédits et des sociétés par actions. L'emprunt lancé à la Restauration par le Duc de Richelieu avec l'aide d'Ouvrard, pour payer les réparations dues aux alliés, sera certes largement souscrit, mais le pays conservera néanmoins pour longtemps encore une méfiance instinctive vis-à-vis des banques et de toute innovation financière.

### **La crise financière de 1857 : la première crise intercontinentale**

Peut-être faut-il y voir la raison pour laquelle la France est relativement épargnée par la grave crise de 1857 qui, au lendemain de la guerre de Crimée, frappe d'abord les États-Unis. Un système bancaire fragile et l'absence de prêteur en dernier ressort y transforment une chute brutale des exportations de céréales vers l'Europe due au retour de l'Ukraine sur le marché international, en une débâcle financière entraînant des faillites en chaîne, non seulement de banques mais également de compagnies de chemins de fer et de très nombreuses entreprises industrielles. Seul un moratoire général, décrété en octobre 1857, permet aux banques de reconstituer leur trésorerie et de rouvrir leurs portes assez rapidement, tandis que la crise se propage vers le Canada, puis la Grande-Bretagne, où l'on doit modifier les statuts de la Banque d'Angleterre afin de lui permettre de pallier la crise de liquidité qui entraîne la faillite de plusieurs grandes banques et menace l'économie. La Scandinavie et l'Allemagne sont également touchées, en particulier Hambourg. L'Autriche, qui

vient au secours de Hambourg, est elle-même contaminée, puis la Pologne et l'Italie. En France, l'onde de choc est atténuée par l'importance des réserves métalliques et par le faible taux d'endettement des entreprises. La crise de liquidité est néanmoins ressentie avec une intensité telle que certaines places de commerce, comme Le Havre, réclament le rétablissement du cours forcé. Napoléon III s'y oppose personnellement et la Banque de France rétablit la confiance par une élévation temporaire du taux d'escompte et un accroissement du volume de ses interventions. Brève, la crise financière entraînera cependant dans toute l'Europe une dépression de plusieurs années, particulièrement marquée dans les industries métallurgiques.

Cette exception française est confirmée dix ans plus tard : la chute des frères Pereire, eux-mêmes victimes collatérales de la faillite d'une banque anglaise et d'une baisse brutale de la Bourse de Londres à la veille de la bataille de Sadowa, n'a qu'une faible incidence sur l'activité économique qui repart de plus belle jusqu'en 1870. La liquidation du Crédit Mobilier, dernier épisode de la rivalité des Rothschild et des Pereire, s'effectue d'ailleurs *in bonis*, et permet même à la famille de conserver à Arcachon une réserve foncière riche de promesses...

### **1873 ou le retour du protectionnisme**

De 1848 à 1870, la France participe activement à la révolution industrielle, modernise son système financier et

bénéficie d'une longue période de libre-échange. De mauvaises récoltes ont en Europe de graves répercussions économiques, laissant à la II<sup>ème</sup> République une situation financière difficile. Pour y faire face, le gouvernement jette en 1848 les bases d'un système bancaire original - les Comptoirs et Sous-Comptoirs d'Escompte associant capitaux privés, privilèges publics et structures quasi mutualistes - conçu pour faciliter le réescompte par la Banque de France. La mise en place de structures modernes de crédit est réalisée par le Second Empire. Les banques d'affaires traditionnelles se trouvent rapidement concurrencées par le Crédit Mobilier, par la Caisse Générale des Chemins de fer de Jules Mirés, et plus tardivement par la Banque de Paris et des Pays-Bas, qui jouent un rôle majeur dans le placement et l'émission des actions et des obligations, et notamment dans le financement des chemins de fer. Le Crédit Foncier, créé en 1852, servira de modèle aux établissements de crédit hypothécaire de nombreux pays. La Société Générale, le Crédit Lyonnais, un Comptoir National d'Escompte rénové, le CIC, la Société Lyonnaise de Dépôts et la Marseillaise de Crédit forment au cours des années 1860, et pour plus d'un siècle, l'armature du système bancaire français.

La guerre de 1870 met évidemment un terme en France à cette période d'intense activité. En revanche, la fin de la guerre et le règlement des premières tranches des indemnités de guerre provoquent une inflation brutale en Allemagne, qui s'étend en Autriche, tandis que la période de reconstruction après la guerre de

Sécession alimente également une fièvre spéculative aux États-Unis. En Allemagne, et en Prusse notamment, une centaine de banques nouvelles ouvrent leurs portes entre 1871 et 1873 - dont la Deutsche Bank, première banque universelle - et plus de 500 sociétés par actions sont créées. En Autriche, de nombreuses sociétés émettent des titres « toxiques » et les prix flambent à Vienne. Aux États-Unis, c'est la masse de billets de banque émis pendant et juste après la guerre de Sécession qui provoque cette vague spéculative. À l'ouverture de l'Exposition Universelle de Vienne en mai 1873, la Bourse s'effondre, Berlin emboîte le pas, et la crise culmine à New York quelques mois plus tard. Une période de déflation qui va durer près de 20 ans s'ouvre pour l'Europe. Les prix, les salaires et les taux d'intérêt sont partout en baisse. La dépression est particulièrement marquée dans le secteur agricole, dont les difficultés sont à l'origine d'un retour général au protectionnisme auquel n'échappera guère que la Grande-Bretagne.

Cette crise de 1873 ne ressemble que peu à celle de 1857 : c'est un excès de liquidité qui la déclenche à Berlin, alors que c'est l'insuffisance de la base monétaire qui, quinze ans plus tôt, met en péril l'économie américaine.

Entre 1873 et 1929, de nombreuses crises, d'importance et d'étendue variables, agitent la vie économique, aussi bien au cours de la phase de dépression que dans la période de reprise qui marque le tournant du siècle : le krach de l'Union Générale en 1882, qui inspire « L'Argent » de Zola, la débâcle des chemins de fer américains en 1884, la déconfiture de Baring

Brothers six ans plus tard, ou la crise générale qui frappe notamment les États-Unis, l'Australie et les pays méditerranéens en 1893, jalonnent la première période. La seconde est marquée par une nouvelle crise en 1907, dont l'origine est en Argentine mais qui touche d'abord l'Italie, dont les banques ont consenti de gros crédits à l'Amérique Latine, et les États-Unis, où éclate une bulle spéculative. L'ensemble de cette période reste néanmoins relativement stable, les crises sont de faible durée, ne prennent pas un tour systémique et leurs conséquences sont circonscrites par des interventions efficaces des banques centrales. C'est en définitive à l'issue d'une période de prospérité relative que s'ouvre la Première Guerre mondiale.

### **La crise de 1929 et la Grande Dépression**

La crise de 1929 a été trop souvent décrite pour qu'un rappel de ses origines et de ses conséquences, qui ont dominé l'entre-deux-guerres, soit nécessaire. 1929, avec la Grande Dépression, diffère profondément de toutes les crises précédentes dans la mesure où elle n'épargne aucun pays, se prolonge sur une période inégalée, avec une ampleur exceptionnelle, et provoque une remise en cause des règles du système capitaliste ainsi que des rapports sociaux. Exacerbant les rivalités entre grandes puissances, elle est à l'arrière-plan du conflit qui éclate en 1939 et contraint les pays européens à un régime d'économie dirigée. Pour de nombreuses années, le risque de crises financières comparables à celles qui jalonnent les siècles précé-

dents s'estompe en même temps que la notion même de marché. Le contrôle des changes, des prix et des salaires, voire des revenus, la nationalisation des établissements de crédit et des compagnies d'assurances, l'orchestration par l'État du financement des investissements et la subordination des banques centrales aux nécessités des dépenses publiques effacent dans plusieurs pays, et en France en particulier, presque jusqu'au souvenir des mécanismes de l'économie libérale. Il faudra attendre les années 1960 pour que les notions de marché monétaire et de marché financier retrouvent leur sens.

De nouvelles perturbations ponctuent le demi-siècle suivant. Parmi les plus marquantes : après la crise du pétrole de 1973, la crise du marché de Chicago et du MATIF français en 1987, qui constituent un avertissement sévère sur la fragilité des marchés financiers à terme, la crise de LTCM en 1998, qui souligne les risques de contagion des malheurs des *hedge funds*, les scandales ENRON et Parmalat, qui mettent en évidence l'irresponsabilité de grandes banques et de grands cabinets d'audit internationaux, tous plus soucieux de « conformité » que de déontologie. Les excès du marché immobilier à la fin des années 1980 et ceux des « *dot.com* » en 2000 témoignent tour à tour de la violence des bulles spéculatives et de l'incapacité des autorités monétaires à les prévenir. On notera d'ailleurs que plus de la moitié des bulles inscrites au « *Top Ten* » des bulles spéculatives de l'histoire prennent place au cours de ces vingt-cinq dernières années. Cahin-caha cependant, ces crises sont surmontées

et la croissance soutenue de l'économie mondiale tend à les faire ravalier par l'opinion publique au rang d'incidents de parcours sur une route radieuse

### La crise de 2007

C'est peut-être l'aspect prévisible qui distingue le plus 2007 de 1929. Certes, quelques voix s'élèvent en 1927 ou 1928 pour annoncer le Vendredi noir, notamment celle de Paul Warburg : elles ne sont guère écoutées. En revanche, la perspective d'une crise financière grave est évoquée par des experts réputés plusieurs années avant 2007. Les dangers de la titrisation systématique de créances bancaires, les risques résultant du développement exponentiel des *credit default swaps* (CDS), le déséquilibre des échanges internationaux provoqué par la croissance accélérée de la Chine et par sa politique de change conduisent de nombreux auteurs à prévoir la catastrophe. Parmi les plus lucides, les services de la Banque des Règlements Internationaux tirent le signal d'alarme aux oreilles mêmes des banquiers centraux réunis chaque mois à Bruxelles. Des économistes, universitaires tels Shiller ou Roubini, ou praticiens tels Jorion ou Stiglitz, ancien dirigeant de la BIRD, ont le temps d'écrire des articles, voire même des livres, pour annoncer la chute du système. Dans une certaine mesure, la création du Forum de Stabilité Financière en 1999, le vote du Sarbanes-Oxley Act en 2002, la mise en place d'une régulation internationale des risques des banques et des compagnies d'assurances (Bâle et Solvency I et II) et les

appels au secours répétés de Greenspan, évoquant l'exubérance irrationnelle des marchés ou déplorant son propre manque d'imagination pour lutter contre les bulles, confirment à la fois la prise de conscience générale du danger et l'incapacité collective à le combattre efficacement.

Ainsi, la crise de 2007 diffère des précédentes, non pas seulement parce qu'elle a été prévue mais parce que des efforts inouïs ont été faits, en vain, pour la prévenir. Un effort international de réglementation sans précédent dans l'histoire - portant sur l'adéquation des fonds propres des banques au niveau de leurs risques, sur l'homogénéité des normes comptables et sur le renforcement des contrôles internes des institutions financières - l'a précédée.

### **BIEN QUE DIFFÉRENTES, LES CRISES ONT DES LIENS DE PARENTÉ**

Si toutes les crises sont différentes, c'est en partie parce que chacune paraît plus grave que la précédente, c'est aussi parce que l'on croit, après chaque panique, avoir pris les mesures pour en empêcher la répétition, c'est surtout parce que l'oubli fait son œuvre. Un ancien dirigeant d'une grande banque française, depuis longtemps confirmé dans son rôle de président d'honneur, ne manquait pas de dire dans les années 1975, en parlant de ses successeurs qu'il trouvait bien imprudents : « Que voulez-vous, ces jeunes gens n'ont pas vécu la crise de 29 ! ». La plupart des crises qui ont été évoquées

dans la première partie de cet article ont cependant quelques racines communes.

### **L'appât du gain et l'arrogance naturelle des hommes de finance**

C'est ce premier trait commun des grandes crises qui a valu à Jacques Cœur de figurer en tête de ce palmarès. Les contemporains sont frappés par le succès insolent de ce fils de marchand pelletier, parvenu en quelques années à la tête d'une fortune colossale, fournissant la Cour en articles de luxe, régissant les finances publiques et finançant largement les puissants de l'époque, comme il finance le roi lui-même. Cette arrogance des gens de finance est à l'origine de leurs excès, même si elle n'a pas toujours été la cause de leur perte.

Le faste des banquiers du XVI<sup>ème</sup> siècle, et dans un domaine voisin, - les progrès de la banque, de la poste et des moyens de communication étant étroitement liés - , celui des *Thurn und Taxis* qui éblouit Montaigne sur le chemin de l'Italie, le fol appétit de richesses du Prince de Conti et des autres grands spéculateurs qui poussent Law à la faute, préfigurent les excès de Wall Street et ceux des modernes *traders*. « À cœur vaillant rien d'impossible » dira imprudemment Jacques Cœur. Le vertige du joueur chanceux lui fait perdre la raison, comme le Saccard de Zola ou comme Charles Prince de Citigroup pour qui, tant que l'orchestre joue, il faut continuer à danser...

Il est impossible d'éradiquer un penchant si naturel, du moins faut-il

le contenir dans des limites tolérables. Le fait que le niveau de rémunération réelle des professions financières, pris globalement, ait retrouvé en 2007 un niveau comparable à celui connu en 1929, après une très longue période de dépression, était en soi une alerte sérieuse. Or, la démesure des rémunérations des *traders* et des salaires des dirigeants n'est devenue un vrai sujet de préoccupation que depuis que la crise a éclaté. Paradoxalement, la publicité des rémunérations imposée aux entreprises en général et aux banques en particulier, au nom de la transparence et dans le vain espoir de faire réagir les actionnaires, semble même avoir favorisé l'échelle de perroquet, chacun s'appuyant sur le voisin pour justifier l'augmentation de son salaire.

Le système des bonus accordés en fonction des résultats courants des activités ne peut que pousser à la réalisation de profits immédiats, obtenus au détriment des intérêts à long terme de l'entreprise par une interprétation laxiste des règles de prudence affichées ou par des déviations coupables. Comment ne pas s'émouvoir d'une situation qui conduit en 2005 les institutions financières américaines à accaparer 40 % des profits déclarés par l'ensemble des sociétés cotées ? Et ne pas soupçonner que ce résultat soit en rapport avec le lobbying des institutions financières pour émasculer les réglementations qui les brident ou pour exploiter les failles qu'elles comportent ? Si dans ce domaine la responsabilité des États-Unis est lourde, Wall Street a été brillamment secondé par la City, et les banques européennes, poussées par la concurrence, n'ont guère pu seules rester vertueuses. De l'esprit

de lucre à la fraude, il n'y a qu'un pas, et ce pas est d'autant plus rapidement franchi que les innovations financières les plus remarquables et les plus utiles ont souvent pour origine le souci de contourner des règles ou de briser des tabous.

### **L'innovation financière et la transgression des tabous**

La liberté, en matière économique et financière, est une idée neuve. Pendant toute la période préindustrielle, le contrôle est la règle et le libéralisme l'exception. Aussi bien, la plupart des innovateurs développent-ils à l'origine leurs opérations commerciales à l'abri de dérogations ou de monopoles consentis par les États. Les grandes foires du Moyen Âge, les compagnies coloniales, les manufactures ne s'imposent qu'avec l'appui de la puissance publique.

Quant aux innovations financières, à l'origine, elles sont pour la plupart des moyens de contournement, régulés par l'usage, d'interdits réglementaires ou religieux. L'interdiction du prêt à intérêt, que l'Église rend plus stricte au XIII<sup>ème</sup> siècle, l'exportation de métaux précieux que, première forme de contrôle des changes, prohibent toutes les nations mercantiles, les contraintes juridiques ou fiscales auxquelles sont soumises les transactions financières, depuis les formalités notariales jusqu'au droit de timbre, pénalisent les opérations de banques et l'émission de valeurs mobilières. La prohibition des jeux de hasard entravera longtemps le développement des marchés à terme ou optionnels. Du

moins ces entraves ont-elles pour contrepartie la reconnaissance juridique des transactions régulières, c'est-à-dire l'appui de la puissance publique pour en imposer l'exécution.

Aussi la créativité des financiers est-elle souvent moins dans les techniques elles-mêmes que dans un certain génie pour s'affranchir de ces contraintes, sans pour autant nuire à la sécurité de leurs opérations. Cet esprit inventif a certes été source de réels progrès mais aussi de quelques sérieux inconvénients. Le principal est une propension naturelle à considérer avec indulgence les pratiques de contournement lorsqu'elles sont suffisamment habiles pour être difficilement punissables. Les financiers n'ont pas le monopole de cette attitude mais leurs activités se prêtent mieux que d'autres à cette démarche, dès lors que les lois qui les régissent sont quelquefois archaïques, parfois contradictoires, et souvent d'une application rigoureuse difficile. Le prêt à intérêt en est un bon exemple, dans la mesure où l'interdiction de l'Église ne s'applique qu'aux fidèles et va à l'encontre d'une pratique coutumière bien ancrée. Il est des façons diverses de le contourner, du *contra-cambium* des banquiers du *Quattrocento*, ancêtre de nos *swaps*, aux techniques de la finance islamique. Aussi en vient-on aisément à oublier le fondement originel du tabou, c'est-à-dire le danger social du surendettement. De nouvelles interdictions - des lois usuraires à la défense des droits du consommateur - tenteront, sans jamais y parvenir complètement, d'établir un juste équilibre entre emprunteurs et prêteurs.

Molière, dans « L'Avare », prête à

son héros un talent caricatural pour déjouer les lois usuraires. Les banquiers modernes endossent le costume d'Harpagon lorsqu'ils facturent des frais de dossier ou manipulent l'échéancier pour alourdir les intérêts sans en altérer le nominal. La loi leur impose-t-elle un plafond en termes actuariels et une incorporation dans le coût réel du crédit de tous les frais annexes ? Ils réclament en contrepartie plus de souplesse dans la définition de l'usure et vont imaginer les taux variables progressifs, si séduisants pour l'emprunteur peu averti, qui provoquent aux États-Unis la crise des *subprimes*. Que dirait le théologien du XIII<sup>ème</sup> siècle devant les excès manifestes des cartes de crédit et les ruses déployées pour pousser les acheteurs à s'endetter par inadvertance ?

L'ingéniosité des banquiers pour échapper au carcan du contrôle du crédit n'a rien à envier à celle qu'ils ont déployée en matière de crédits à la consommation. Lorsque les armes classiques des banques centrales, taux d'intérêt et réserves obligatoires, s'avèrent inefficaces, l'encadrement du crédit, que la France a tenté à deux reprises, se révèle vite illusoire, sapé par un marché parallèle du désencadrement aux effets pervers.

Les moyens mis en œuvre par le système bancaire international, pour appliquer à la lettre les ratios de Bâle tout en en dévoyant l'esprit, fournissent une autre illustration de cette tendance. En titrisant leurs créances pour en faire porter le risque par des tiers, les banques obéissent à un impératif de gestion tout à fait logique et maximisent la rentabilité de leurs fonds propres. En plaçant ces titres

auprès de tiers exonérés des mêmes contraintes, et trop souvent auprès de leurs propres clients, elles savent l'efficacité de ces ratios et ne se sentent plus responsables des crédits qu'elles ont consentis. Elles s'apercevront trop tard qu'en diffusant des actifs toxiques dans la nature, elles se sont exposées elles-mêmes à la contagion.

Il est un domaine, enfin, où l'abolition d'un vieux tabou a été particulièrement irréflective, c'est celui de la prohibition des jeux de hasard. La loi de 1885, qui légalise les marchés à terme ou à prime en France, fait une première brèche dans l'article 1965 du Code Civil. Cette brèche, élargie en 1985 à l'ensemble des « nouveaux produits financiers » pour permettre l'ouverture du MATIF, a involontairement ouvert la voie aux transactions sur CDS dans des conditions d'insécurité redoutables. Les risques de contrepartie courus par les participants, faute de système de compensation et en l'absence de données suffisamment fiables pour modéliser avec succès les probabilités de perte en cas de défaillance, sont pour beaucoup dans la gravité de la crise actuelle. Mais plus fondamentalement, il est étonnant que la confusion entre mécanisme d'assurance et mécanisme de spéculation ait prospéré à ce point, car ce qui se ressemble n'est pas identique : autant l'assurance a de solides arguments économiques et sociaux pour la justifier, autant le jeu en lui-même ne crée pas de valeur économique et contient un potentiel de perturbation sociale. Il est un peu surprenant qu'un particulier n'ait pas le droit de mettre sa maison en loterie, comme Chateaubriand tentera de le faire pour la Vallée-aux-

Loups, et que AIG n'ait en revanche rencontré aucun obstacle à prendre une position dominante sur le marché des CDS, indubitablement plus hasardeux qu'un cercle de jeux.

Les contraintes de Bâle, la complexité croissante d'une comptabilité aux ambitions quelque peu démesurées, un système de contrôle interne de plus en plus exigeant, les obligations imposées par la lutte contre le blanchiment, ont insensiblement détourné l'appareil bancaire de sa mission première, le financement de l'économie, tandis que, sous l'aiguillon de la concurrence, l'appétit de puissance érodait peu à peu bon sens et prudence.

Toutes les innovations n'ont évidemment pas eu pour but de contourner les interdits. En élargissant la gamme des actifs offerte aux investisseurs, elles ont rapproché l'offre d'épargne des besoins d'investissement. En offrant aux entreprises des couvertures de change et de taux d'intérêt, elles ont permis d'améliorer leur gestion. En découplant le risque de liquidité et le risque de solvabilité d'une créance, elles ont renforcé l'efficacité du système financier. Des assignations de Philippe II à la rente du XIX<sup>ème</sup> siècle puis aux modernes *asset backed securities*, les instruments financiers ont fait de grands progrès qu'il serait aussi absurde de nier que de nier ceux de la science. Et cependant, comme pour la science elle-même, tous ces progrès sont à double tranchant, à l'image de la langue d'Esope, et plus les techniques sont complexes, plus il est difficile d'en contrôler le bon usage.

C'est la question que pose déjà en 1688 Joseph Penso de la Vega, consacrant aux techniques financières alors

en vogue sur le marché d'Amsterdam un livre au titre évocateur : « *Confusion de Confusiones* ». Il y fait dialoguer tour à tour un actionnaire, un marchand et un philosophe, dépassant les simples recettes de gestion d'une position optionnelle pour en aborder les problèmes éthiques. En publiant un article sur cet ouvrage, la Revue de Paris éveille la curiosité de Bachelier et le conduit à écrire en 1900 sa théorie de la spéculation. C'est à son tour le livre de Bachelier qui, redécouvert par Samuelson après sa traduction en anglais, inspire directement au début des années 1970 les travaux de deux de ses assistants au MIT, Merton et Scholes, sur la valorisation des options. L'irruption du calcul stochastique dans l'analyse et dans la modélisation des risques financiers va, dès lors, convaincre les acteurs, les régulateurs et les superviseurs qu'ils sont désormais capables de mesurer scientifiquement les risques et donc de s'en prémunir. Elle les conduit également à imaginer ou à tolérer des produits de plus en plus complexes, et juridiquement fragiles, en oubliant les limitations intrinsèques des modèles mathématiques. Le lien est direct entre les tulipes de Hollande et les CDS, comme l'est, tout au long de l'histoire, celui des innovations heureuses et des apprentis sorciers.

### La mondialisation

La mondialisation ne date pas d'hier. Toute l'histoire du capitalisme est liée à l'ouverture de nouveaux marchés. La route de la soie de Marco Polo, le commerce méditerranéen,

l'ouverture vers les Indes par les explorateurs portugais, le Nouveau Monde de Christophe Colomb, l'expansion outre-mer de la France et de la Grande-Bretagne aux XVII<sup>ème</sup> et XVIII<sup>ème</sup> siècles, les conquêtes coloniales du XIX<sup>ème</sup> siècle et l'essor des pays émergents au XX<sup>ème</sup> siècle sont à la base même de la croissance du commerce international, d'une division toujours plus poussée du travail et, partant, d'immenses progrès de productivité. Chaque étape a nécessité la mobilisation de moyens financiers considérables, à la rentabilité incertaine ou lointaine, favorisé des spéculateurs hardis et ruiné des épargnants crédules. Aussi ne faut-il pas s'étonner de constater que la plupart des crises financières sont liées à des accidents dans le processus de mondialisation.

Les affaires de Jacques Cœur ont pour origine l'ouverture du Languedoc vers le commerce du Levant. Les conquêtes espagnoles enrichissent les Fugger avant de les ruiner aux trois quarts. La prospérité des Pays-Bas et leur crise spéculative des années 1630, ne sont pas sans rapport avec la richesse rapportée des Indes Orientales. La colonisation de la Louisiane est à l'origine du système de Law. Un historien américain impute à la bourgeoisie bordelaise la responsabilité de la Révolution Française : Bordeaux, riche de son commerce triangulaire, n'a pas de meilleur placement pour son épargne excédentaire que les emprunts de l'État français. La détérioration des finances publiques dans les années 1780 nécessite, de toute évidence, une réforme fiscale sans cesse différée. En prenant la tête des contestataires pour l'obtenir, les Girondins déclenchent la Révolu-

tion et y perdent la leur. Plus près de nous, l'essor du libéralisme à l'époque Victorienne et la prospérité de la France sous le Second Empire sont non seulement la conséquence de la révolution industrielle mais aussi celle de l'ouverture de nouveaux marchés outre-mer. Les crises qui se succèdent après 1870 sont en revanche souvent liées aux difficultés des pays neufs largement dépendants de l'épargne européenne et française en particulier. D'une manière plus générale, le caractère chaotique des cours des matières premières en provenance de ces mêmes pays, le déséquilibre chronique de leurs finances publiques puis, plus récemment, la concurrence que leurs industries font subir à celles des vieux pays, sont à l'origine des nombreuses crises : les besoins des pays émergents ouvrent des possibilités de placement fort rémunératrices et la tendance irrésistible des institutions financières à trouver l'herbe plus verte dans le champ du voisin, entraîne une succession de bulles qui éclatent d'elles-mêmes, ou sous l'effet d'un bouleversement politique. La liste est longue des crises liées à la défaillance d'États souverains, depuis les emprunts russes jusqu'aux eurocrédits, ou, récemment, la crise mexicaine de 1994, la crise asiatique de 1997 ou le défaut russe en 1998. Les implantations hors frontières favorisent, certes, une interpénétration des économies, mais elles facilitent également la contagion internationale et la fréquence des crises, qui augmentent de 85 % par rapport à la période 1945-1971 et de 160 % par rapport à la période 1880-1913.

Les progrès des transports et des télécommunications ont en effet accéléré

la mondialisation d'une façon spectaculaire à partir de la Deuxième Guerre mondiale. Les innovations financières connaissent un succès universel, le marché des capitaux devient global et les salles de marchés ne distinguent plus le jour de la nuit. À l'origine de la croissance des vingt dernières années, cette interpénétration des économies est aussi l'une des causes de la crise actuelle. Cela peut paraître d'autant plus étonnant que jamais auparavant le monde n'avait disposé d'instruments plus adaptés à la maîtrise du processus de globalisation. Dans tous les domaines, des instances de concertation, de décision et d'intervention ont pour mission de veiller au respect de règles communes, de prévenir les excès ou de venir au secours des victimes éventuelles. Qu'il s'agisse de l'OMC, de la Conférence économique des Nations Unies, du G20, de la BRI, de la BIRD, du FMI, de l'Institut de Finance Internationale, du Forum de Stabilité Financière, des agences de notation, le XXI<sup>ème</sup> siècle a hérité du XX<sup>ème</sup> un formidable arsenal de moyens de surveillance et d'action. Chacun est en effet conscient que la sécurité de cette économie globale dépend d'une coopération internationale accrue et d'un ordre monétaire mondial dont les faiblesses sont diagnostiquées depuis longtemps.

### **Le système monétaire international**

Jusqu'à la suspension en 1931 de la convertibilité en or du dollar, l'ordre monétaire a toujours été menacé par le risque de divergence entre la valeur

conventionnelle des monnaies et leur valeur intrinsèque. La première, fixée par le pouvoir politique, donne aux signes monétaires leur pouvoir libérateur. La seconde, qui gouverne les taux de change entre les différentes monnaies, implique un étalon commun, l'or ou l'argent. La plupart des crises financières sont liées plus ou moins étroitement à la mise en cause de cet étalon, qui donne lieu à des débats théoriques sur la nature même de la monnaie.

En instituant une monnaie forte - l'écu d'or à la couronne et le gros d'argent - et en arbitrant l'argent de l'Occident contre l'or du Levant, Jacques Cœur, déjà, touche à l'ordre monétaire de son époque.

La crise de 1557 est étroitement liée à l'inflation que provoquent la conquête du Pérou et la découverte du procédé de l'amalgame pour le traitement des minerais d'argent. Elle a d'autant plus marqué les esprits qu'elle est à l'origine de la controverse entre Malestroit et Bodin sur les « causes de la cherté des prix » : on peut y voir une première formalisation de la théorie quantitative de la monnaie. Elle illustre aussi la tendance des économistes à construire leurs théories par antagonisme envers celles d'un rival, plutôt que de chercher les convergences de leurs analyses. Plus près de nous, l'opposition de Keynes à Fisher, puis celle de Friedman à Keynes, n'ont guère aidé les hommes politiques à se forger des convictions raisonnables.

Le développement de la monnaie fiduciaire aux côtés des espèces métalliques que permet au début du XVII<sup>ème</sup> siècle la compensation généralisée des lettres de change et des

effets de commerce, étape importante de l'évolution du système monétaire international, coïncide avec la prospérité des Pays-Bas, pionniers en la matière avec la Banque d'Amsterdam, et prépare les bulles spéculatives des années 1630.

Le système de Law est une tentative prématurée de substituer aux métaux précieux une base monétaire directement liée à l'activité économique. Plus hardi en cela que l'expérience des assignats, gagés sur les recettes à attendre de la vente des biens nationaux, il aurait mérité un meilleur sort, comme le soutient Edgar Faure dans le livre qu'il lui a consacré.

Entre les deux crises du début et de la fin du XVIII<sup>ème</sup> siècle, les réflexions théoriques sur la monnaie, le crédit et les changes font de nouveaux progrès, ainsi qu'en attestent les débats de septembre 1790 à l'Assemblée Nationale mentionnés en première partie de cet article.

Aussi bien le début du XIX<sup>ème</sup> siècle marque-t-il un retour à l'orthodoxie métalliste, qui s'efforce de maintenir une proportion fixe entre encaisses d'or et circulation monétaire. La crise de 1857 est ainsi généralement moins attribuée à une expansion excessive de la monnaie fiduciaire qu'à une insuffisance temporaire des encaisses métalliques aux États-Unis par rapport à la croissance exceptionnelle de l'économie.

On doit aussi souligner que c'est elle qui inspire la première tentative théorique d'explication des crises cycliques par Juglar qui, médecin de formation, y voit une sorte de loi physiologique de l'économie. Les querelles acharnées que suscite l'abandon de l'étalon-

argent semblent bien dérisoires aujourd'hui, mais préfigurent les débats que provoque la coexistence de deux monnaies de réserve. La crise de 1873 coïncide avec celle du bimétallisme. Le passage de nombreux pays à l'étalon-or, dont l'Allemagne et les États-Unis puis, quelques années plus tard, la France et les pays de l'Union Latine, entraîne une baisse générale des prix qui explique la longueur de la stagnation relative de la fin du siècle.

La crise d'hyperinflation qui sévit en Allemagne de 1920 à 1923, et dont Keynes et Bainville ont immédiatement perçu les conséquences économiques et politiques, débouche sur une reprise en main exemplaire que Keynes a d'ailleurs prédite et théorisée. Paradoxalement, cette réforme est fondée sur l'émission d'une monnaie, gagée comme les assignats sur des hypothèques (industrielles en l'occurrence), liée formellement à l'or mais inconvertible, et dont le succès est essentiellement dû au respect par le Dr Schacht du plafond d'émission convenu et à la réforme fiscale rigoureuse du ministre Luther. C'est une ironie de l'histoire que les réparations demandées à l'Allemagne en 1920 contribuent à la ruiner, comme celles qu'elle a exigées en 1871 ébranlent son système financier deux ans plus tard. L'influence qu'exerce sur la politique de la BCE, encore aujourd'hui, le souvenir de la crise de 1920 souligne l'importance de cet événement dans la longue marche vers un système monétaire international rationnel.

Pour la crise de 1929, dont les causes ont été disséquées en détail par Haberler et dont l'étude a nourri la

pensée de Bernanke, on rappellera simplement ici que ses répercussions internationales et sa durée sont aggravées par la fragilité du système d'étalon de change-or hérité de la Première Guerre Mondiale. Le semi-échec de la conférence de Gênes en 1922, les difficultés à maintenir ensuite entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la France la coopération nécessaire au bon fonctionnement de ce régime et son délitement après 1931 sont pour beaucoup dans le caractère dramatique d'une crise qui ne trouve son dénouement que dans un deuxième conflit mondial.

Les Accords de *Bretton Woods*, en juillet 1944, sont conçus dans le but de prévenir la répétition de désordres semblables, tout en favorisant par un réseau de concours mutuels, le retour de la convertibilité généralisée des monnaies. Il consacre le dollar, seule monnaie convertible en or, comme monnaie pivot et donc monnaie de réserve. Les dangers inhérents à ce système, prévus par Keynes, sont clairement perçus par le Groupe des Dix qui, à partir de 1964, tente de créer sous l'égide du FMI une nouvelle monnaie centrale conventionnelle, l'Unité de Réserve Collective, l'expansion du rôle du dollar en tant que monnaie de réserve ayant « atteint ses limites naturelles », de l'avis de tous les experts, américains y compris. Les États-Unis n'en acceptent pourtant finalement qu'une version édulcorée, les Droits de Tirage Spéciaux. L'abandon de la convertibilité en or du dollar, en 1971, et le flottement généralisé des monnaies, en 1973, laissent en définitive au seul Système Fédéral de Réserve la responsabilité de la création de liqui-

dités internationales et au marché des changes le soin d'arbitrer les disparités de pouvoir d'achat.

En réaction, l'Europe renforce, dès 1973, sa coopération dans le domaine monétaire afin de limiter les marges de fluctuation de ses monnaies et parvient, vingt-cinq ans plus tard, à créer une monnaie européenne unique, l'euro, gérée par une Banque centrale indépendante. Cette longue période de tâtonnements est jalonnée de tentatives multiples pour renforcer la coordination économique entre les États-Unis, l'Union Européenne et les autres grandes puissances dans des cercles de plus en plus larges (du G7 au G20), et d'actions concertées plus ou moins couronnées de succès (accord du Plaza, accord de Londres) pour contrecarrer les soubresauts excessifs des marchés des changes. Elle reste émaillée de maintes crises financières, qui sont autant de rappels de la fragilité du système et qui suscitent à leur tour l'effort de régulation concertée engagé par le Comité de Bâle et par le Forum de Stabilité Financière.

En dépit de ces médications qui s'attaquent davantage aux symptômes qu'aux causes profondes, en dépit de l'adoption de normes comptables s'attachant à mieux mesurer les risques et en dépit, enfin, du renforcement de la réglementation américaine avec la loi Sarbanes-Oxley, la crise de 2007 revêt un caractère systémique. Sans l'intervention spectaculaire des États, elle aurait entraîné la faillite de l'ensemble du réseau bancaire mondial.

Ainsi, malgré leurs différences superficielles, les grandes crises financières qui accompagnent l'essor du capitalisme présentent-elles des points

communs qui indiquent les pistes à explorer pour les prévenir. L'avidité des financiers, leurs scrupules modérés à enfreindre l'esprit des lois, les effets secondaires d'innovations utiles mais mal encadrées, les inévitables chocs de la mondialisation et les ratés du système monétaire international ont joué leur rôle dans la crise que nous traversons, à côté de facteurs qui lui sont spécifiques.

Le premier de ceux-ci est la réglementation des activités financières elle-même. Les ratios de Bâle ont une responsabilité directe dans la crise. Ils ont encouragé l'éparpillement des risques, favorisé un comportement moutonnier et exercé une influence procyclique. Ils n'ont pas freiné la création monétaire, dont le relais a été assuré par des acteurs non assujettis à cette régulation et par des « marchés de promesses » échappant à tout contrôle public.

Ces ratios sont pourtant inspirés par l'intention louable de soumettre les grandes banques internationales à des règles communes, fondées sur l'observation d'un rapport entre leurs fonds propres et leurs risques affectés d'une pondération rationnelle. Pour garantir l'objectivité du système, il a paru logique de s'appuyer sur des modèles mathématiques. Il n'était pourtant pas difficile d'imaginer que ces règles pousseraient les banques à externaliser les risques dont elles allaient devenir de simples apériteurs et à utiliser les modèles au-delà de leurs limites de validité lors du processus d'évaluation des véhicules et des nouveaux instruments financiers nécessaires à cette externalisation. Elles se sont exposées, pour avoir privilégié les marchés de gré

à gré, à des risques de contrepartie d'autant plus difficiles à mesurer que chaque participant peut croire ses partenaires immunisés, comme lui-même, contre les risques de défaut. Les réalités s'estompent dans ce jeu de miroirs en abyme.

Le rôle croissant des marchés non réglementés dans les relations entre les établissements financiers s'explique par les progrès de la technologie, le souci de réduire au minimum les frais des transactions et celui aussi de pouvoir tailler sur mesure des produits adaptés à la demande des investisseurs. La communauté bancaire a non seulement réclamé la privatisation des Bourses de valeurs, mais a d'elle-même abandonné le contrôle qu'elle était en mesure d'y exercer, avant de leur susciter des concurrents aux coûts plus bas et aux contraintes plus légères. Une grande part des produits financiers créés depuis vingt ans, juridiquement négociables, ne dispose en fait d'aucun marché secondaire susceptible de garantir la véracité des cours et la liquidité des titres. Tous les marchés dits OTC ne présentent toutefois pas le même degré d'imperfection. C'est ainsi que le marché des changes à terme n'a pas trop souffert de la crise, grâce aux interventions des banques centrales sur le marché monétaire et au prix d'une sélection renforcée des contreparties. Le volume des transactions a toutefois considérablement diminué, au profit du marché des options de change géré par les Bourses de valeurs et doté d'une chambre de compensation. Les marchés de produits dits « toxiques » n'ont, quant à eux, jamais disposé de structures de compensation et de négociation. Celui des assurances de

crédit (CDS) a bien organisé une procédure de règlement des différends juridiques, mais a fini par implorer en raison de l'extrême concentration des positions sur un petit nombre d'acteurs.

Un deuxième facteur propre à la crise actuelle est la destruction systématique des règles prudentielles que les accidents précédents avaient suscitées. La dogmatique confiance aveugle faite à l'autorégulation pour y suppléer et l'éparpillement des risques pour amortir les crises ont conduit à relâcher, voire à détruire, les cloisons étanches entre les différents métiers de la finance érigées après la crise de 1929. C'est ainsi en particulier que le Glass-Steagall Act est peu à peu vidé de sa substance puis définitivement aboli en 1999, et que le modèle de la banque universelle à vocation mondiale prévaut, après que les banques commerciales européennes eurent absorbé un grand nombre de banques d'investissement anglo-saxonnes ou développé cette activité en interne.

Un autre et dernier facteur est le passage aux nouvelles normes comptables, qui ont permis d'inscrire en résultat des gains éphémères et contraint d'afficher immédiatement des pertes potentielles, accentuant encore les conséquences procycliques des ratios de Bâle.

Au total, des règles bancaires et comptables inadaptées et procycliques, des acteurs trop gros et trop métissés pour périr (l'exception de Lehman Brothers ayant servi à confirmer la règle), des liens mal analysés entre acteurs régulés et non régulés, en dépit de l'expérience prémonitoire de LTCM, sont venus se conjuguer à

l'appât du gain, à la transgression des tabous et aux maladies infantiles de la mondialisation pour achever d'ébranler un édifice déjà gravement menacé par les déséquilibres du système monétaires international.

Il y aurait quelque témérité à prétendre tirer de ce survol schématique des siècles passés quelques recettes pour sortir de la crise actuelle et pour en prévenir la répétition. Il autorise toutefois à penser que certaines questions ne peuvent être écartées du débat, si dérangeantes soient-elles.

Au-delà des boucs émissaires et des lampistes, la première question est celle de la recherche des responsabilités réelles, non pour désigner des coupables à la vindicte publique, mais parce que la confiance ne reviendra que si l'on dénonce les erreurs qui l'ont fait disparaître.

La responsabilité des États-Unis, qui ont abusé de leur position dominante pour refuser une gestion collective de la monnaie fiduciaire et imposer un modèle dangereux d'autorégulation financière, est incontestable. Encore eût-il fallu que les États-Unis fussent confrontés, de l'autre côté de l'Atlantique, à des interlocuteurs unis et constructifs, et, de l'autre côté du Pacifique, à une Chine plus modérée dans sa politique de change.

Celle des régulateurs de tous les pays a été de céder à l'illusion d'un modèle unique, en grande partie élaboré par des comités indépendants. Chacun a cru avoir rempli son rôle en transposant dans son propre arsenal juridique des méthodes internationalement acceptées, sans trop tenir

compte du fait qu'il serait seul à assumer, le cas échéant, la défaillance des établissements placés sous son contrôle. Le cas de l'Islande en fournit un exemple caricatural.

Celle des superviseurs a été de s'en tenir à la notion de conformité juridique, sans oser porter de jugement sur la légitimité des stratégies employées.

Celle enfin des banques centrales a été d'avoir entretenu l'idée qu'elles étaient en mesure d'assurer, avec pour seule arme le maniement des taux d'intérêt, un contrôle de la liquidité, alors même que les nouveaux produits financiers utilisés par des acteurs abusant de l'effet de levier soustrayaient à leur influence des sources majeures de création monétaire. Tout marché de promesses est en effet créateur de monnaie, dès lors que ces promesses sont acceptées comme négociables. Si elles viennent à cesser de l'être effectivement, comme cela a été le cas pour les CDO et les CDS, c'est de la monnaie qui disparaît, alors même que les créances sur lesquelles reposent ces titres n'ont pas nécessairement perdu toute valeur.

C'est pourquoi la crise actuelle appelle en premier lieu une réponse d'ordre monétaire afin de compenser cette disparition soudaine d'une monnaie devenue fausse (les anglo-saxons diraient « *debased* ») : c'est bien ce que font les banques centrales depuis septembre 2007, et qu'elles seront contraintes de faire tant que persisteront les risques de déflation. Avec des taux d'intérêt proches de zéro et un élargissement considérable des supports d'intervention, voire une création monétaire pure et simple, les banques centrales suivent l'exemple du Federal

Reserve System. En expliquant de plus en plus souvent les obstacles que rencontrerait la mise en œuvre de taux d'intérêt négatifs, elles finissent par en accréditer l'idée. N'est-ce pas en effet au début de la crise qu'une poussée inflationniste serait la plus utile, plutôt qu'au creux de la vague lorsque les plans de relance budgétaire commenceront à faire sentir leurs effets ?

L'autre réponse urgente à apporter est un renforcement de la coopération européenne et l'amorce d'un gouvernement économique de la zone euro, condition première pour donner toute sa capacité d'action à la Banque Centrale Européenne, responsable de l'unité monétaire de la zone euro. Indépendante de chacun des pays membres, elle ne peut pas en revanche s'appuyer sur un pouvoir central pour peser de tout son poids dans le rééquilibrage nécessaire du système monétaire international. La reprise par la Chine, puis par la Russie, de l'idée d'une monnaie de réserve collective, préconisée voici quarante ans par le Groupe des Dix, n'a de chance d'être suivie d'effets que si l'Union Européenne y apporte son soutien.

La troisième piste de réflexion, déjà bien engagée dans la pratique, est le retour vers des marchés organisés, dotés de chambres de compensation, de mécanismes sans faille d'appels de marge et de pouvoirs de modération par la modulation des *deposits*. Certes de tels marchés ne peuvent fonctionner que pour des produits standardisés, mais c'est la condition nécessaire pour pouvoir leur donner une négociabilité effective. La surveillance de ces marchés devrait être assurée conjointement

par les autorités de marchés (SEC, AMF, etc.) et par les banques centrales qui, en tant que prêteurs en dernier ressort, devraient disposer de pouvoirs renforcés.

Un quatrième axe ne devra pas être négligé, c'est celui de la sanctuarisation des banques de dépôt, dont la sécurité est incompatible avec d'importantes prises de risques. La crise actuelle a ceci de paradoxal qu'elle semble consacrer la victoire des banques universelles sur les banques d'investissement, alors qu'elle montre plutôt le degré d'exposition des banques de dépôt aux malheurs des banques d'investissement ou des *hedge funds* qu'elles financent et aux vicissitudes de leurs propres activités de *trading*. Peu de voix semblent prêtes à s'élever pour remettre en cause le principe de la banque universelle, alors même que les lacunes de la réglementation imposée aux *holdings* bancaires pour assurer la protection des dépôts viennent d'être mises en évidence. C'est bien pourtant parce que les dépôts de la clientèle ont servi de bases aux activités d'investissement que les États ont dû voler au secours de l'ensemble du système bancaire dont tous les éléments ne méritaient sans doute pas une telle protection.

Il appartient enfin à chaque place de résister à la pression de la concurrence internationale pour trouver le juste équilibre entre la sécurité qu'offrent les institutions placées sous son contrôle, les tarifs qu'elles pratiquent et leurs tentations expansionnistes. La crise aura peut-être eu cet effet bénéfique de rappeler que la sécurité a généralement un coût bien inférieur à celui de l'imprudence. En imposant à ses banques une règle de provisionnement dyna-

mique, l'Espagne a atténué les effets, pourtant sévères, de la crise sur son système bancaire et donné un exemple à suivre.

Les crises financières n'ont pas que des effets négatifs. Les périodes d'euphorie qui les précèdent laissent souvent des héritages heureux. Les chocs monétaires font progresser l'idée d'une discipline collective internationale. L'Europe sortira probablement renforcée de cette crise, comme des précédentes : elle serait alors en

mesure de prendre sa place légitime dans le système financier mondial et de construire une place européenne modèle où ne régneraient pas la confusion des genres et les conflits d'intérêts. Il est temps en effet de sortir de la logique du progrès par faillites successives pour entrer dans une ère où la sûreté des institutions financières se rapprochera de celle à laquelle sont parvenues les compagnies aériennes ou les industries nucléaires.

#### BIBLIOGRAPHIE

- KINDLEBERGER Charles P., « *Histoire mondiale de la spéculation financière* », Hendaye, Valor Éditions, 2004.
- HALPHEN Louis et SAGNAC Philippe, « *Peuples et civilisations* », 20 vol., Paris, Presses Universitaires de France, 1948.
- CROUZET François, « *Histoire économique de l'Europe* », 1000 - 2000, Paris, Albin Michel, 2000.
- BRAUDEL Fernand, « *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV<sup>ème</sup> - XVIII<sup>ème</sup> siècle* », 3 vol., Paris, Armand Colin, 1979.
- MACKAY Charles, DE LA VEGA Joseph, « *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds & Confusion de Confusiones (Wiley Investment Classics)* », New York, John Wiley & Sons, 1996.
- « *L'inflation, discours prononcés en septembre 1790 à la tribune de l'Assemblée Nationale : pour ou contre les assignats* », Paris, Éditions Lavoisier, 29bis rue Pierre Demours (XVII<sup>ème</sup>), 1926.
- DEGUEN Daniel, « *Les nouveaux instruments financiers et les marchés financiers à terme : Rapport au Ministre d'Etat, Ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation* », Paris, La Documentation Française, 1988.
- GOETZMANN William N., « *Fibonacci and the Financial Revolution* », Yale International Center for Finance Working Paper, 2003.
- HANSMAN Henry, KRAAKMAN Rainier, SQUIRE Richard, « *Law and the Rise of the Firm* », European Corporate Governance Institute Working Paper, 2006.
- JAFFEE Dwight M., « *The U.S. Subprime Mortgage Crisis : Issues Raised and Lessons Learned* », World Bank Workshop on Fiscal and Monetary Policies and Growth, 2008.
- MUNRO John, « *The Late-Medieval Origins of the Modern Financial Revolution : Overcoming Impediments from Church and State* », University of Toronto - Institute for Policy Analysis Working Paper, 2001-2003.
- REINHART Carmen M., ROGOFF Kenneth S., « *This Time is Different : A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises* », National Bureau of Economic Research Working Paper, 2008(a).
- REINHART Carmen M., ROGOFF Kenneth S., « *Banking Crises : An Equal Opportunity Menace* », National Bureau of Economic Research Working Paper, 2008(b).
- VELDE François R., « *Government Equity and Money : John Law's System in 1720 France* », Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 2004.