

FAUT-IL TOUJOURS PLUS LIMITER LA RESPONSABILITÉ ET TRANSFÉRER LE RISQUE POUR FINANCER L'INDUSTRIE ?

RICHARD ARENA*

L'objet de cet article est de s'interroger sur le rôle joué par le crédit dans le déroulement des cycles d'affaires et des crises économiques et financières. Plus précisément, il s'agit d'attirer l'attention sur les comportements microéconomiques de recours au crédit, mais aussi sur les règles institutionnelles évolutives qui contraignent et favorisent ce recours en matière d'organisation du système bancaire et financier. Personne ne conteste en effet aujourd'hui le rôle essentiel qu'a joué l'excès de crédit (au début hypothécaire) dans le déroulement de la crise financière de 2007, puis de la crise économique qui l'a suivie et qui se poursuit. Certes, ce rôle est interprété de diverses façons, à la manière de l'étincelle d'un explosif, du déclencheur d'un mécanisme toxique, de l'accélérateur d'une crise déjà présente ou de l'une des causes primordiales d'un cycle d'affaires. Mais tous les commentateurs s'accordent sur l'existence de ses effets directs sur la crise que l'économie mondiale continue de traverser.

Pour réfléchir à ce rôle du crédit, il a paru éclairant de montrer que l'histoire et la théorie des cycles d'affaires peuvent être d'une grande utilité. L'excès de crédit et l'importance de l'effet de levier qui lui est souvent associé ne constituent pas en effet des phénomènes nouveaux, mais ont exercé leurs influences respectives dans la plupart des cycles d'affaires qui se sont succédé depuis le début du XIX^{ème} siècle. Le rappel

107

* GREDEG (Groupe de recherche en économie, droit et gestion), CNRS et université de Nice-Sophia Antipolis ; ISHSN (Institut des sciences humaines et sociales), université de Nice-Sophia Antipolis.

et l'analyse historique et théorique de cette récurrence constitueront ainsi pour nous des moyens privilégiés pour vérifier de façon précise comment l'excès de crédit naît de la croyance collective selon laquelle le renforcement permanent de la limitation de la responsabilité des agents et du transfert du risque conditionne un financement toujours plus efficace de l'industrie.

Dans cette perspective, après avoir rappelé l'importance accordée au crédit dès le XIX^{ème} siècle par Clément Juglar dans la genèse des cycles, nous nous intéressons aux crises financières et économiques de 1866, 1882, 1929 et 2007 et en tirons un certain nombre d'enseignements communs afin de mieux comprendre le poids des excès de crédit dans l'explication de l'origine des crises.

LE RÔLE DU CRÉDIT DANS LES CRISES DU PREMIER XIX^{ème} SIÈCLE SELON JUGLAR

Comme on le sait, Juglar fut l'un des tout premiers économistes à caractériser les « crises commerciales » comme l'une des « périodes » composant les cycles d'affaires. En d'autres termes, pour cet auteur, la crise cesse d'être un moment accidentel ou singulier de la vie économique, comme chez la plupart des auteurs de l'école ricardienne, mais devient un événement périodique dont le retour obéit à certaines régularités (d'où le titre de l'un des ouvrages fondamentaux de Juglar consacré au « retour périodique » des « crises commerciales » en France, en Angleterre et aux États-Unis – Juglar, 1862). Pour ce faire, dans la première version de son fameux ouvrage, Juglar étudia dix crises commerciales de 1800 à 1857 que les statistiques lui permirent de mettre en évidence en Angleterre et en France (Juglar, 1862, p. 15). Dans ces cadres théorique et historique, la « période prospère » (Juglar, 1886, p. 166) précède à son tour la « crise » et la « liquidation ». Voyons donc de plus près ce que recèle la période prospère : « Les symptômes qui précèdent les crises sont les signes d'une grande prospérité ; nous signalerons les entreprises et les spéculations de tous genres ; la hausse des prix de tous les produits, des terres, des maisons ; la demande des ouvriers, la hausse des salaires, la baisse de l'intérêt, la crédulité du public qui, à la vue d'un premier succès, ne met plus rien en doute ; le goût du jeu en présence d'une hausse continue s'empare des imaginations avec le désir de devenir riche en peu de temps, comme dans une loterie. Un luxe croissant entraîne des dépenses excessives basées non sur les revenus, mais sur l'estimation nominale du capital d'après les cours cotés. » (Juglar, 1862, p. 5).

Cette situation ne saurait durer et très vite, des excès de spéculation à la hausse se généralisent. Or, pour Juglar, « ces écarts, ces excès de la

spéculation sont trop dans la nature humaine pour que l'on puisse les prévenir par aucune mesure » (Juglar, 1862, p. 7 ; souligné par nous) et engendrent dès lors le passage de la prospérité à la crise : « Si, aux époques de crise, on observe toujours la succession constante des mêmes accidents ainsi que l'effroi qui s'empare de l'opinion publique, aux époques de prospérité qui succèdent, on est frappé de l'élan et de l'entrain sans pareil qui se manifestent, de la confiance sans borne dans l'avenir, que l'on se représente sous les couleurs les plus brillantes. De même que l'on ne voyait pas de limite à la baisse, on n'en voit pas non plus à la hausse ; l'engouement, la frénésie du public pour toutes les valeurs sont sans mesure, on se les arrache. Celles qui sont sur le marché ne suffisant pas, on en crée d'autres pour satisfaire une demande insatiable. Toutes les affaires qu'invente la spéculation sont bonnes, toutes sont cotées avec prime ; on escompte l'avenir qui, pour la plupart, ne doit pas exister. Les premiers versements sont minimes, on recule les autres autant que possible ; quand les échéances arrivent, elles précipitent la crise. » (Juglar, 1862, pp. 201-202).

Cette description pourrait concerner des exemples historiques très différents de crises, ayant eu lieu avant ou après Juglar. L'auteur pense peut-être alors à la crise monétaire française de septembre 1857, mais il pourrait aussi se référer à la crise de la « nouvelle économie » de la fin de la décennie 1990 ou à celle des *subprimes* dans les années 2000. Il est frappant de constater avec Juglar comment la formation de croyances collectives crée une psychologie de masse propice aux excès de crédit et donc au retournement qui clôt la phase de prospérité, mais aussi aux mécanismes engendrés par ce qu'il faut bien déjà appeler des innovations financières. Nous faisons ici référence à la manière dont Juglar souligne l'émergence pour le spéculateur de la possibilité d'acheter une action en se procurant la monnaie par emprunt avec son action comme gage. Cette possibilité n'est évidemment concevable que si elle est portée par la période de prospérité. Elle annonce le recours à l'effet de levier, les mécanismes de reports qui joueront un rôle essentiel au moment du *krach* de l'Union générale de 1882 ou le procédé des *call loans* que nous retrouverons au moment de la crise de 1929.

Même si les explications fournies par Juglar à propos des crises du premier XIX^{ème} siècle sont loin d'être parfaites, on voit ainsi apparaître chez l'auteur une première caractérisation des excès de crédit et de leurs ressorts psychologiques. Ces excès ne cesseront de nous accompagner à l'occasion de l'analyse des crises subséquentes. Ils sont toujours présents de nos jours, même si le contexte historique a évidemment beaucoup changé.

L'ABANDON DU PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ ILLIMITÉE ET LA CRISE BRITANNIQUE DE 1866

En Grande-Bretagne, jusqu'en 1825, les sociétés par actions (*joint stock companies*) ne pouvaient être créées sans une autorisation gouvernementale. Après cette date, le droit de fonder une société anonyme devint libre, mais la responsabilité (*liability*) des actionnaires était illimitée et, par conséquent, en cas de difficultés économiques et/ou de faillites, ils devaient faire face aux créanciers de l'entreprise si nécessaire au-delà même de leurs mises de fonds initiales. La loi de 1862 étendit pratiquement à presque toutes les entreprises le principe de la responsabilité limitée (*limited liability*). En effet, les *companies acts* modifièrent fondamentalement la nature des sociétés par actions : désormais, toute entreprise respectant notamment certaines conditions de taille (plus de vingt associés) était reconnue comme personne civile, constituée de parts cessibles sans limites, et faisait bénéficier les associés de la responsabilité limitée. Cette loi ouvrait la possibilité pour les entreprises concernées de faire appel plus largement à l'épargne des particuliers, puisque la responsabilité de ces derniers était désormais réduite aux seuls fonds qu'ils avaient accepté d'engager et le risque qu'ils encouraient jusque-là était au moins partiellement transféré à la personne civile correspondant à l'entreprise. En France, la notion de responsabilité limitée est beaucoup plus ancienne et les sociétés anonymes pouvaient déjà en bénéficier depuis le début du XIX^{ème} siècle, mais leur création fut soumise à la nécessité d'une autorisation gouvernementale parcimonieusement accordée. Un an après la Grande-Bretagne, la France adopta la loi de 1863 qui rendit également libre de toute autorisation la création de sociétés anonymes sous le nom de sociétés à responsabilité limitée, lorsque le montant de leur capital était inférieur à 20 MF. Le bénéfice de cette loi fut ensuite étendu à presque toutes les sociétés anonymes par une loi datant de 1867.

110

Dans le cadre britannique, ce furent les compagnies bancaires plus que les firmes industrielles qui recoururent à la loi. Pour le comprendre, il faut se replacer dans le contexte économique des années 1860 en Angleterre, marquées par un grand essor industriel et en particulier par un accroissement considérable des lignes de chemin de fer. Pour faciliter le financement et la construction de ces lignes, une véritable innovation financière fut créée sous la forme du système du *contractor* (ou constructeur). Le *contractor* était un entrepreneur de travaux publics, dont l'une des fonctions était d'aider à la fois au financement et à la mise en œuvre des investissements des nouvelles compagnies ferroviaires. Pour aider ces compagnies, les *contractors* se chargeaient de trouver des capitaux auprès des banques ou des compagnies financières.

À partir de l'été 1864, au lieu de proposer directement au public des placements de titres ferroviaires, ils instaurèrent un mode de financement indirect. Ils se faisaient payer à hauteur de deux tiers environ en actions des compagnies ferroviaires et d'un tiers environ sous forme de dettes par ces dernières, puis utilisaient comme collatéral les actions des compagnies de chemin de fer pour emprunter aux banques ou aux compagnies financières. Ainsi, la compagnie financière pouvait-elle accorder un crédit sans avoir de capital disponible, en émettant une dette qu'elle rembourserait soit avec le collatéral, soit avec la monnaie remboursée par le *contractor* en cas de défaillances.

Les banques ont aussi joué un rôle direct important sur les marchés boursiers en fournissant du crédit aux acheteurs de titres de compagnies ferroviaires. Elles incitaient les particuliers à cet achat en leur permettant d'opérer à découvert. Cette pratique qualifiée de *financiering* consistait à investir à long terme en finançant ces placements par des traites à court terme renouvelées par le système bancaire. Ainsi, les particuliers pouvaient acheter des titres rapportant, par exemple, 5 % en se faisant faire une avance sur ces mêmes titres par un banquier à taux à court terme de 3 %, ce qui leur permettait d'obtenir un gain net. On reconnaît ici une technique déjà décrite par Juglar (1862, p. 57).

Ce contexte économique marqué par le développement du crédit et des modes de financement nécessaires au développement de l'activité ferroviaire explique pourquoi la loi de 1862 servit surtout à faire apparaître et se multiplier un nouveau type de compagnies financières, les *credit and financial companies* dont le but principal était également de fournir du crédit aux compagnies ferroviaires en s'adressant au marché boursier et en tentant, elles aussi, de convaincre les épargnants potentiels de leur apporter leurs capitaux. À l'instar elles aussi des entreprises décrites par Juglar et souvent afin de pallier un mouvement de réduction du nombre des *contractors*, elles proposèrent aux acheteurs potentiels de leurs actions des dividendes extrêmement élevés n'ayant pas de relation véritable avec les premiers bénéfices qu'elles étaient censées avoir engrangés.

Comme on le sait, la crise de 1866 fut d'abord favorisée par la détérioration progressive de la rentabilité des compagnies de chemin de fer dans différents pays européens et en particulier en France et au Royaume-Uni. Ainsi, l'incapacité de la Mid-Wales Railway Company à rembourser trois institutions bancaires ou financières, dont la maison d'escompte Overend & Gurney Company qui traitait la moitié des activités britanniques liées à l'escompte, conduisit à un effondrement du cours boursier de cette dernière, puis à un *run* à son encontre et enfin à sa faillite. Il s'ensuivit un *krach* boursier, puis la faillite de nombreuses banques, compagnies financières et maisons d'escompte

largement favorisée par la faiblesse de leurs réserves, la fragilité de leurs contrats de crédit, leur pléthore permise par la loi de 1862 et le recul de la responsabilité individuelle des agents économiques. Bien loin de favoriser un financement harmonieux de l'industrie ferroviaire, en 1866, la recherche d'une limitation de la responsabilité des actionnaires et de la mise en place de différentes modalités de transfert du risque des épargnants s'est révélée contre-productive puisqu'elle a favorisé l'émergence d'une crise d'abord financière et bancaire, puis économique. Bien plus, les développements qui précèdent ont mis en évidence le problème posé par le statut des innovations financières, en particulier dans le contexte de mécanismes autorisant un accroissement global des effets de levier des banques : ces innovations contribuent-elles toujours à accroître l'efficacité du mode de financement de l'économie ? ou peuvent-elles parfois produire des effets pervers ?

LA TECHNIQUE DES REPORTS DE PAIEMENT ET LE KRACH DE 1882 DE L'UNION GÉNÉRALE

112

On retrouve ici la question des effets des reports de paiement introduits par Juglar et évoqués à nouveau à propos de la crise britannique de 1866. Dans son ouvrage intitulé *Manias, Panics and Crashes*, Charles Kindleberger a en effet consacré quelques pages à mettre en lumière ce qu'il a appelé le phénomène de *call money* à propos de l'étude du *krach* de 1882 de l'Union générale (Kindleberger, 1996, pp. 54-58). Nous reprendrons ici cette analyse pour éclairer encore davantage le problème du rôle des excès de crédit dans les crises financières et économiques. Kindleberger rappelle d'abord le mode de transaction financière qui prévalait au début des années 1880 dans des villes comme Lyon ou Paris : « Un acheteur devait payer 10 % du titre, emprunter 90 % à un agent de change, ou à un courtier, qui, à son tour, empruntait sur le marché des reports. Les banques investissaient de l'argent sous forme de reports, grâce à des caisses spéciales (fonds créés spécialement par des banques et d'autres investisseurs à cet effet) et à des individus. Une banque et sa caisse pouvaient, en outre, servir des courtiers qui s'étaient spécialisés dans les transactions relatives à un groupe d'actions particulier. » (Kindleberger, 1996, p. 55).

Dans ce cadre, il est clair qu'en « période de prospérité » (au sens de Juglar), ce procédé conduisait à soutenir un mode de financement des transactions qui prenait sa source dans la mise de fonds initiale, puis se poursuivait grâce à de nouveaux reports. Toutefois, la nécessité d'obtenir toujours des fonds nouveaux tendait à augmenter le taux des reports (que Kindleberger appelle « *call-money rate* ») jusqu'à un point de retournement engendré par l'insuffisance d'une offre nouvelle de financement. Kindleberger se réfère ici directement au *krach* de l'Union

générale : « Le cours du titre de l'Union générale passa de 1 250 francs en mars 1881 à un pic de 3 040 francs le 14 décembre 1881, après que l'engouement pour ses actions s'accéléra en automne. Cette période fut suivie d'une période de détresse avec des cotations de 2 950 francs le 10 janvier 1882 et de 2 800 francs le 16 janvier 1882. Le 19 janvier 1882, le cours tomba à 1 300 francs. Les courtiers auraient eu besoin ce jour-là de 18 MF puisque les spéculateurs ne purent fournir les liquidités nécessaires pour satisfaire les demandes et il leur manqua 33 MF lors de la liquidation de l'action le 31 janvier 1882. » (Kindleberger, 1996, p. 57).

Là encore, on retrouve avec Kindleberger le rôle que joua l'innovation du procédé du report dans les excès de la demande de crédit qui contribueront directement à la faillite de l'Union générale en 1882.

LES INNOVATIONS FINANCIÈRES DES ANNÉES 1920

Dans les années 1920, on retrouve une grande partie des techniques de limitation de la responsabilité individuelle et de transfert du risque qui avaient été introduites pendant le deuxième XIX^{ème} siècle.

Il en est d'abord ainsi de la technique du *financiering* déjà évoquée à propos de la crise de 1866. Ainsi, la bulle du crédit qui prépara le « jeudi noir » du 24 octobre 1929 fut largement amplifiée par le nouveau système d'achat à crédit d'actions introduit depuis 1926 à Wall Street. Grâce à ce système, les investisseurs pouvaient acheter des titres avec une couverture de seulement 10 %. Le taux d'emprunt dépendait ainsi du taux d'intérêt à court terme puisque l'emprunt à court terme destiné à financer l'achat d'actions n'était contracté que sous la condition de l'existence d'une différence suffisamment durable entre le taux d'appréciation des actions et ce taux d'emprunt. À la suite de la hausse des taux d'intérêt intervenue en avril 1929, lorsque le point de retournement fut atteint, le remboursement des intérêts devint ainsi supérieur aux gains boursiers et de nombreux investisseurs furent alors contraints de vendre leurs titres pour couvrir leurs emprunts (appels de marge), ce qui contribua à la tendance à la baisse des cours boursiers.

Il en est aussi ainsi du procédé des *call loans* analogue à celui des reports. Ce procédé marquait une étape de plus puisqu'il ne s'agissait alors plus seulement d'acheter à crédit, mais de demander à un agent de change un crédit afin d'acheter des titres au comptant en les revendant à terme, ou bien de les acheter à terme en les revendant à un terme plus éloigné. L'objectif de la transaction n'était donc pas seulement un achat de titres à crédit, mais un acte spéculatif relatif à la possibilité de la plus-value que l'on espère tirer de leur revente : en pratique, l'acheteur règle 10 % du prix de l'action (la marge) et emprunte 90 % à un agent de change qui se procure la somme auprès des

banques en empruntant de l'argent au jour le jour (*on call*). Cette technique d'achat dite « à la marge » implique un accroissement de l'effet de levier : plus cet effet est élevé, plus sont grandes la possibilité de payer seulement une fraction du prix initial, puis celle de vendre ces « rentrées » en profitant de l'accroissement du prix entier.

Ainsi, dans le cas du *financiering* comme dans celui des *call loans*, comme le note Galbraith, « la pire des contraintes de la propriété, que ce soit celle de la terre ou de tout autre bien, est la nécessité d'avancer l'argent représenté par le prix d'achat. L'utilisation de l'option [l'option était le droit d'acheter de la terre à un prix donné dans le cas de lotissements immobiliers en Floride avant 1929 – ndlr] réduisait cette charge de 90 % ou elle multipliait par dix le nombre d'hectares sur lesquels le spéculateur pouvait recueillir une augmentation de valeur » (Galbraith, 1961, pp. 43-44).

Cette opportunité étroitement liée au système du crédit ne peut pas ne pas réduire la responsabilité de l'agent individuel, comme c'était déjà le cas avec l'introduction du système de la « responsabilité limitée » (*limited liability*) de l'actionnaire. Elle transfère aussi une partie du risque puisque, au moins dans le cas des *call loans*, l'agent de change consentant accepte de trouver lui-même un financement complémentaire de 90 % de la valeur de l'action. Elle participe aussi pleinement à l'extension et au développement de l'activité spéculative. Pour reprendre l'analyse de Galbraith : « Tel est le génie du capitalisme que là où une réelle demande existe, elle ne reste pas longtemps insatisfaite. Dans toutes les grandes orgies spéculatives, des moyens sont apparus pour permettre au spéculateur de se concentrer sur ses affaires. » (Galbraith, 1961, p. 43).

Les mécanismes décrits ont largement contribué au *krach* du « jeudi noir ». Les faillites bancaires qui ont suivi ont en effet fait apparaître les dangers de la confusion entre deux métiers bancaires : les activités de prêt et de dépôt et les opérations sur titres et valeurs mobilières. Or cette confusion est au centre des mécanismes créateurs d'excès de crédit que nous avons rencontrés comme, par exemple, le report de paiement de certaines actions. C'est pourquoi en 1933 fut adopté le *Glass-Steagall Act* qui instaura l'incompatibilité entre les métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement, créa un système fédéral d'assurance des dépôts bancaires et introduisit le plafonnement des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires (la Regulation Q).

On notera enfin, avec Gazier (2007, p. 41) et Hautcœur (2009, p. 31), le rôle important joué par un nouveau produit bancaire, le crédit à la consommation (*instalment selling*). Cette introduction ne fut que la conséquence de la multiplication des biens de consommation durables, tels que les automobiles, le mobilier, les phonographes, les ma-

chines à laver, les réfrigérateurs, les appareils de radio, les pianos... À titre d'exemple, en 1929, la vente à crédit représentait 70 % du total des ventes d'automobiles. L'introduction de ces nouveaux produits s'accompagna d'une révolution dans la consommation fondée sur la publicité et l'abandon de l'achat au comptant au profit de l'achat par amortissement graduel (*instalment*). Comme le note Hautcœur (2009, p. 31), le crédit à la consommation est « un crédit de court terme, douze mois en général pour les voitures, rarement plus de dix-huit mois ; les mensualités sont donc élevées, et ce, d'autant plus que les biens achetés représentent une part élevée du revenu des ménages ». L'engouement suscité par ce type de consommation durable constitua évidemment un facteur élevé d'incitation à un crédit fondé sur l'amortissement graduel et par la suite d'excès de crédit. On ne peut pas noter ici que ces crédits à la consommation des années 1920 préfigurent les crédits *subprimes* des années 2000. Nous y reviendrons.

TITRISATION ET CRISE DE 2007

Les techniques de limitation de la responsabilité individuelle et de transfert de risques que nous avons pu recenser en évoquant certaines des importantes crises financières et économiques des XIX^{ème} et XX^{ème} siècles illustrent comment le système bancaire et financier s'est adapté pour permettre aux consommateurs et aux acheteurs potentiels de titres d'obtenir des aménagements sur deux plans : d'un côté, il s'est agi de réduire autant que possible la nécessité d'avancer l'argent représenté par le prix d'achat d'un bien de consommation ou d'un titre financier ; d'un autre côté, il s'est agi de diminuer la responsabilité de l'actionnaire potentiel et donc les risques qu'il encourt en matière de remboursement des créances et de paiement des intérêts dus par la société anonyme. D'autres dispositions ont historiquement renforcé la possibilité de cession du risque de défaut par la banque ou par l'agent de change à un assureur moyennant le versement d'une prime de risque, c'est-à-dire d'une garantie d'assurance par le consommateur, l'actionnaire ou l'acheteur de titres potentiels. Les innovations financières récentes et en particulier la titrisation ont cependant fait apparaître une manière différente de transférer le risque de crédit. Cette manière s'inscrit incontestablement dans la continuité des innovations financières du passé, mais elle fait également apparaître un changement fondamental : l'apparition de nouveaux instruments de transfert de risques désormais négociables sur des marchés spécifiques.

Pour ce faire et par comparaison avec d'autres contextes historiques, bien des techniques utilisées par le passé demeurent, voire connaissent une extension encore plus périlleuse en matière de risque systémique.

Ainsi, comme en 1929, dans les années 2000 se développèrent les crédits relatifs à l'achat de biens de consommation durables, d'automobiles et surtout de logements. La première différence qui apparaît est que ces prêts à la consommation ou ces prêts immobiliers ne sont pas fondés sur un principe d'amortissement plus ou moins rigoureux, mais conclus avec des ménages potentiellement incapables de rembourser, c'est-à-dire présentant un degré très élevé de risque de défaut. Ainsi, dès le début des années 2000, des courtiers payés à la commission poussent les ménages à entrer dans un processus sans ignorer, au moins dans certains cas, qu'il pouvait aisément conduire à une incapacité à payer. On notera avec Stiglitz que beaucoup d'emprunteurs concernés « étaient financièrement analphabètes et ne comprenaient pas dans quel engrenage ils entraient. Surtout sur le marché des prêts *subprimes*, qui est devenu l'épicentre de la crise. Les crédits *subprimes* étaient consentis à des personnes au dossier moins satisfaisant que celles qui se qualifiaient pour les prêts "conventionnels" – par exemple, parce que leurs revenus étaient faibles ou irréguliers. D'autres propriétaires ont été encouragés par les prêteurs à utiliser leur maison comme distributeur de billets, en empruntant constamment sur la base de sa valeur » (Stiglitz, 2010, p. 65).

116

Ici, on est très loin des *call loans* ou du *financiering* qui permettaient aux courtiers ou aux agents de change de cautionner au moins partiellement les achats des clients. Après avoir fait signer à leurs clients potentiels les demandes d'achat, les courtiers les transmettaient aux banques et leurs rémunérations furent, pour l'essentiel, proportionnelles au nombre de contrats signés, quel que soit par ailleurs le degré de risque de défaut attaché à ces contrats. De plus, leurs contacts avec les clients pouvaient s'arrêter là. Par la suite, les courtiers n'avaient généralement pas à gérer et à suivre les dossiers financiers de leurs clients. Une partie d'entre eux pensait que le management de la banque qu'ils représentaient n'avaliserait que les contrats qui se seraient avérés viables.

Mais les techniques anciennes ont surtout été complétées et utilisées dans un contexte nouveau, celui de l'apparition de nouveaux instruments de transfert de risques désormais négociables sur des marchés spécifiques. Cette apparition a bien sûr pris la forme de la titrisation. Il s'est donc essentiellement agi de transformer des prêts bancaires, dont l'existence est ancienne – on l'a vu – et qui étaient jusque-là illiquides, en actifs financiers aisément négociables. Pour ce faire, et là est la première nouveauté, les banques qui ont accordé des prêts immobiliers, hypothécaires, à la consommation les ont ensuite cédés à des « véhicules spécifiques » (SPV – *special purpose vehicles*) ou à des « conduits » spécialement créés à cet effet. Dans ce contexte et avant même d'exa-

miner la phase de titrisation proprement dite, il faut souligner que cette cession transforme la notion même de crédit bancaire. En effet, la relation traditionnelle de crédit bancaire impliquait que quelle que soit la nature du contrat, il existait une relation d'agence à long terme entre la banque et un emprunteur, que celui-ci soit un ménage qui souhaite acquérir un logement ou une petite entreprise qui désire investir. Or en cas de titrisation réussie et approuvée par la demande boursière, cette relation disparaît en tant que telle pour laisser la place à des actifs entièrement liquides et « marchésés ». Cette innovation marque historiquement et pratiquement une étape de plus dans le transfert de risques et la limitation de la responsabilité des contractants de crédits et des banques. Pour les particuliers ou les entreprises intéressées par un financement de leur activité, le risque de défaut s'accroît pour les raisons que l'on a vues et leur responsabilité d'acheteur se dilue, même si celle de débiteur reste pleine et entière ; bien plus, elle ne tardera pas à être engagée. Pour les banques, en revanche, le risque est transféré et leur responsabilité est réduite. En vendant aux SPV et aux conduits les crédits qu'elles avaient pourtant accordés, elles les sortent de leur bilan et peuvent ainsi contourner la réglementation prudentielle. Elles réduisent de ce fait leurs propres risques, mais elles contribuent à accroître le risque systémique. En outre, la titrisation rendant probable la vente systématique des crédits aux particuliers, les banques cessent d'accorder une attention suffisante aux risques de défaut des demandeurs de crédits, ce qui renforce la tendance à l'irresponsabilité des courtiers. Bien plus, elles diminuent aussi leur capacité d'attention en matière d'agence ou de *monitoring* des clients débiteurs, limitant ainsi toujours plus leur responsabilité.

117

Quels sont les titres aisément négociables et parfaitement liquides qui ont été émis par les SPV ou les conduits ? Tout d'abord, il s'est agi d'élaborer des MBS (*mortgage-backed securities*), c'est-à-dire des actifs financiers adossés aux titres vendus par les banques et donnant droit au remboursement et aux intérêts de prêts hypothécaires. Puis, très vite, ces actifs financiers n'ont plus seulement été adossés à des prêts hypothécaires, mais aussi aux crédits à la consommation, aux crédits automobiles et aux cartes de crédit, par exemple, permettant d'introduire la notion d'ABS (*asset-backed securities*, adossés à tous ces prêts bancaires hors prêts hypothécaires). À l'ensemble initial ABS/MBS, il faut également ajouter deux autres types d'actifs financiers adossés. Le premier correspond aux CDO (*collateralized debt obligations*). Il s'agit d'actifs représentatifs de portefeuilles composés de créances bancaires et/ou d'instruments financiers et/ou de dérivés de crédit. Le second couvre les dérivés de crédit dont le sous-jacent est une créance ou une obligation et qui, par contrat, permet de transférer les risques relatifs au crédit,

sans transférer l'actif lui-même. En se référant à l'histoire économique, on constate immédiatement que les ABS et les MBS sont adossés sur un type de crédits créé pour l'essentiel dans les années 1920. En revanche, les CDO et les dérivés de crédit font appel à des montages nouveaux et de nature plus complexe.

La titrisation permet essentiellement de marchandiser encore davantage le crédit qui devient une marchandise très proche de la notion de service différencié. Les questions du transfert de risques et de limitation de la responsabilité ne se cantonnent plus alors à la relation tripartite entre acquéreur du crédit, banque et, souvent, société d'assurances. Elles impliquent *a priori* l'ensemble des agents financiers. L'idée est de transformer le marché du crédit en l'intégrant à un marché plus large, le marché du risque et de la protection. Les actifs titrisés présentent en effet des profils risque/rendement extrêmement variés et complexes¹ qui permettent *a priori* à chaque acheteur et à chaque vendeur de risques et de protections d'effectuer les transactions qu'ils souhaitent en fonction de leur degré de préférence et d'aversion pour le risque.

On se contentera ici de rappeler les deux arguments majeurs qui ont été avancés en faveur de la titrisation et qui sont désormais bien connus. Reprenant l'analyse de Couderc (2008, p. 191 et suivantes), c'est essentiellement du côté de l'amélioration de la complétude et de l'efficacité des marchés financiers qu'il faut les chercher. Le premier argument avancé a déjà été évoqué. La transformation d'un marché étiqué et fermé – le marché du crédit – en un marché – le marché du risque et de la protection – ouvert à tous les acteurs financiers permet aux particuliers, mais aussi à des fonds spéculatifs de pouvoir accéder à une nouvelle offre. Le second argument tient au fait que « la capacité nouvelle des intermédiaires financiers à céder tout ou partie de leurs risques leur a permis d'améliorer la gestion de leur bilan (gestion actif-passif), leur exposition au risque et la diversification de leurs portefeuilles de prêts » (Couderc, 2008, p. 193).

L'observation de la crise de 2007-2008 et certains apports de la théorie économique relativisent cependant fortement la portée des arguments précédents. En premier lieu, sur le marché des produits structurés, « la complexité et l'opacité » (Couderc, 2008, p. 196) règnent, alors même que le recours à la théorie des marchés efficients et la croyance en la validité de ses enseignements supposent le recours à l'hypothèse d'une information complète. En second lieu, la classification par *tranching* retenue par les agences de notation complexifie considérablement la démarche, à la différence, par exemple, d'un cadre d'évaluation qui aurait recouru à un taux de défaut fiable. Ce type d'indications crée en outre des asymétries d'information entre banques ayant décidé les contrats de prêts, banques émettrices d'actifs financiers

structurés, agences de notation et acheteurs de titres. Il est d'ailleurs frappant de constater que dans les années précédant la crise, puis dans celles de l'immédiat après-crise, les acheteurs de titres structurés, qu'il s'agisse d'épargnants ou de banques, étaient largement incapables d'évaluer d'une manière fiable si les actifs qu'ils envisageaient d'acquérir étaient risqués ou non.

Certes, les agences de notation étaient supposées aptes à fournir une évaluation du degré de risque de telle ou telle tranche d'actifs. Mais comme l'a récemment noté Stiglitz à propos du rôle des agences de notation durant la crise financière : « Au lieu de donner des informations qui auraient aidé le marché à prendre de bonnes décisions d'investissement, elles ont remarqué que quelque chose n'allait pas à peu près en même temps que le marché lui-même – et trop tard pour empêcher l'argent des fonds de pension d'aller où il n'aurait pas dû. Pour expliquer la piètre performance des agences de notation, il faut remonter à leurs incitations : comme partout dans la sphère financière, les leurs étaient distordues. Elles avaient leurs propres conflits d'intérêts. Elles étaient payées par les banques qui créaient les titres qu'on leur demandait de noter. » (Stiglitz, 2010, p. 185).

On peut d'ailleurs se demander aujourd'hui si ces conflits d'intérêts ne sont pas encore plus aigus à l'heure où à l'endettement des particuliers s'est ajouté l'endettement des banques et des États. La crise de 2007 a aussi permis de souligner que la forme actuelle des techniques de titrisation était confrontée à un possible problème d'insuffisance de liquidité. La création de marchés de la finance structurée s'est en effet effectuée relativement récemment et à partir d'offres d'actifs dont le nombre et la structuration étaient *a priori* donnés et peu variables à court terme. Nous avons vu en effet comment les relations classiques entre banques et demandeurs de crédits ont été complétées, puis intégrées dans un ensemble plus large de marchés ouverts à un public intéressé par le risque et la protection. Or la question qu'a conduite à se poser l'observation du fonctionnement de ces marchés avant et pendant la crise est celle de la structure actuelle de l'offre. Pour le dire autrement, cette offre est-elle suffisamment structurée et organisée pour faire face à une situation soudaine de déséquilibre où un très grand nombre de demandeurs manifesterait une forte préférence pour la liquidité favorisée par l'état général de l'économie ? On peut en douter. Ainsi, une étude du FMI (Fonds monétaire international) datant d'avant la crise consacrait déjà une partie de sa réflexion à ce thème et soulignait les insuffisances de l'offre de liquidité sur les marchés de la finance structurée, malgré un fort développement du marché des produits dérivés qui a permis – de manière significative – d'accroître la transférabilité des risques sur les marchés (IMF, 2006, pp. 65-70). En

particulier, l'observation des marchés concernés fait apparaître une grande diversité de situations dont certaines traduisent un manque, voire un risque structurel de liquidité. Le déroulement de la crise n'a fait que conforter l'analyse du FMI et illustre le danger d'une absence de réglementation des marchés de la finance structurée (Lubochinsky, 2009).

La crise de 2007 a également mis en évidence les dangers d'une abolition pure et simple du *Glass-Steagall Act* dont nous avons vu que l'adoption avait été l'une des conséquences de l'analyse de la signification de la crise de 1929, notamment en matière de régulation. Or son abrogation en 1999 a impliqué un mouvement sensible de concentration des banques américaines lié au décloisonnement de leurs activités. Ainsi, le *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 qui l'a remplacé a supprimé l'interdiction d'exercer à la fois les métiers de banque de dépôt et de banque d'affaires, facilitant ainsi à nouveau le rapprochement entre les activités bancaires de placement financier et d'assurance au sein d'un seul et même groupe. C'est ainsi que la part des cinq plus gros établissements bancaires nord-américains dans le total des bilans de l'ensemble des banques assurées auprès du FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) a pratiquement doublé entre 1997 et 2004. Au premier rang des objectifs de ce mouvement de concentration, on peut évoquer le développement de synergies entre les activités que nous avons évoquées, en utilisant la complémentarité des métiers de la banque et l'exploitation de rendements d'échelle et d'économies d'envergure. Ainsi, en 2000 a été annoncé le rachat de JP Morgan par Chase Manhattan. En 2004, Bank of America a absorbé Fleet Boston, puis MBNA en 2005 ; la même année, JP Morgan a absorbé Bank One. Par ailleurs, aujourd'hui, quatre des six plus grandes banques mondiales en termes de capitalisation sont américaines. Ce mouvement de concentration bancaire, combiné à un décloisonnement des principales activités déjà évoquées, a eu un certain nombre de conséquences sur le mode de financement de l'économie et en particulier des entreprises.

En premier lieu, il a changé de manière fondamentale les relations entre les banques et les consommateurs puisque le crédit à la consommation de biens durables, y compris immobiliers, a cessé d'alimenter seulement la production de biens et de services, mais contribue désormais à nourrir aussi ce que Keynes appelait la circulation financière dans son *Traité de la monnaie*, c'est-à-dire la forme de circulation du revenu dans laquelle l'activité principale est celle de la spéculation.

En second lieu, le décloisonnement des activités bancaires pourrait impliquer des comportements opportunistes de la part des banques. D'un côté, comme on l'a déjà noté, certaines banques ayant accordé des prêts aux particuliers pourraient ne plus se préoccuper du devenir de la

relation qu'elles entretiennent avec leurs emprunteurs dès lors qu'elles ont vendu des titres adossés à ces prêts. D'un autre côté, l'existence d'une information asymétrique sur les marchés de la finance structurée crée potentiellement un conflit d'intérêts entre les offreurs et les demandeurs de titres structurés. En effet, les seconds cherchent à minimiser le risque attaché aux actifs qu'ils envisagent d'acquérir, tandis que les premiers pourraient avoir intérêt à faire en sorte que les risques de certains titres soient sous-estimés par le marché afin que la hausse de leurs cours permette de dégager une plus-value financière. Enfin, l'abrogation du *Glass-Steagall Act* a indirectement contribué à faire, comme l'a écrit Stiglitz, que les grandes banques deviennent toujours plus importantes et « trop grandes pour faire faillite » (Stiglitz, 2010, p. 170). En effet, « elles savaient qu'en cas de problème, l'État viendrait les sauver, même celles qui ne bénéficiaient pas de la garantie des dépôts, comme les banques d'affaires. De plus, les décideurs – les banquiers – avaient des incitations perverses qui les encourageaient à voir court et à risquer gros » (Stiglitz, 2010, pp. 170-171).

On peut donc constater que dans les économies de marché, l'histoire nous apprend que les modes d'organisation du crédit ne sont pas neutres, c'est-à-dire naturellement efficaces. L'existence de ce que Juglar appelait les « abus », les « excès » ou l'« imprudence » et que Stiglitz caractérise aujourd'hui à travers le terme de « cupidité » nous montre que ces modes ne sauraient être le seul résultat de comportements obéissant à la seule théorie du choix rationnel, mais plutôt celui de comportements reposant sur des croyances collectives et des normes sociales. La possibilité de l'occurrence de comportements opportunistes ne doit pas non plus être négligée, en particulier en présence d'asymétries d'information, puisque celles-ci produisent des conséquences sociales inattendues à partir de comportements libres et volontaires. Enfin, il ne faut pas sous-estimer la manière dont les dispositifs institutionnels et les règles comportementales peuvent contraindre les anticipations et les décisions des agents économiques.

121

REMARQUES CONCLUSIVES

Les enseignements de l'histoire confirment le fait qu'après la révolution industrielle, les crises financières précèdent généralement les crises économiques. Elles jouent donc un rôle essentiel dans le déclenchement et la nature des secondes. Nous avons montré qu'en dépit d'innovations financières incessantes, les phénomènes d'excès de crédit revêtent une importance centrale dans l'avènement des crises financières et présentent un certain nombre de traits communs partiellement indépendants du contexte historique privilégié. Il est donc possible de faire un mauvais usage de ces innovations destinées à gérer, voire à

réduire et au moins à transférer le risque ; celui-ci peut alors s'accroître au lieu d'être maîtrisé. Il est donc clair qu'il faut répondre par la négative à la question contenue dans le titre de cet article. Ainsi, il ne faut pas nécessairement limiter la responsabilité des firmes ou des individus et transférer systématiquement les risques des banques ou des épargnants. Il n'est évidemment pas question non plus de prohiber ou d'empêcher les innovations financières au sein d'une économie où les agents tenteraient alors de contourner l'interdiction. Il semble cependant souhaitable de contraindre ces innovations et de réguler certains dispositifs institutionnels, afin d'éviter un mauvais usage ou un usage excessif de ces innovations. Trois exemples concrets permettront de préciser notre point de vue. Les deux premiers ont été récemment proposés par Lubochinsky. Il serait ainsi souhaitable de traiter tous les produits structurés sur des marchés réellement organisés afin de garantir une meilleure transparence quant aux modes de détermination de leurs prix et de fourniture de leur liquidité (Lubochinsky, 2009, pp. 48-51 et p. 54). Il serait également nécessaire que « les superviseurs et les régulateurs internationaux » définissent « un effet de levier acceptable pour chaque type d'agents économiques » (Lubochinsky, 2009, pp. 52-55). La mention de l'effet de levier n'est guère surprenante ; cet effet est en filigrane dans l'ensemble de cet article et il est clair qu'un excès de crédit est toujours aussi le résultat d'un effet de levier trop élevé. Enfin, comme Stiglitz (2010, pp. 302-305) l'a indiqué, on ne peut pas se satisfaire de l'abrogation pure et simple du *Glass-Steagall Act*. Il serait nécessaire d'élaborer une loi qui évite toute confusion et tout conflit d'intérêts entre les différentes activités des banques, même si elle ne peut pas rester identique à la loi de 1933. Nous n'ouvrons pas ici le débat sur le contenu détaillé de ces propositions. Elles suffisent cependant à illustrer l'utilité de l'histoire dans la définition des modes de régulation et d'organisation du système bancaire et financier.

122

NOTE

1. Voir : les notations des actifs par les agences et les tranches de type supersenior/senior/mezzanine et *equity*.

BIBLIOGRAPHIE

COUDERC N. (2008), « Annexe C : Titrisation, incitation et transparence », in *La Crise des subprimes*, Artus P., Betbèze J.-P., De Boissieu C. et Capelle-Blancard G. (éd.), rapport auprès du Conseil d'analyse économique, La Documentation française.

GALBRAITH J. K. (1961), *La crise économique de 1929, anatomie d'une catastrophe financière*, Petite Bibliothèque Payot.

GAZIER B. (2007), *La crise de 1929*, puf, collection « Que sais-je ? ».

HAUTCEUR P.-C. (2009), *La crise de 1929*, La Découverte.

IMF (International Monetary Fund) (2006), *Global Financial Stability Report – Market Development and Issues*, chapter 2 « The Influence of Credit Derivatives and Structured Credit Markets on Financial Stability », *World Economic and Financial Surveys*, avril.

JUGLAR C. (1862), *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, Guillaumin et Cie.

JUGLAR C. (1886), « La liquidation de la crise et la reprise des affaires », *Journal de la société statistique de Paris*, vol. 27, juin.

KINDLEBERGER C. (1996), *Manias, Panics and Crashes, a History of Financial Crises*, John Wiley and sons.

LUBOCHINSKY C. (2009), « Dérivés, titrisation et effet de levier : quel avenir ? », in *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, Le Cercle des économistes, Les Cahiers, puf, Descartes.

SAY L. et CHAILLEY J. (1892), *Dictionnaire d'économie politique*, notice « Crises commerciales » par Juglar C., Guillaumin.

STIGLITZ J. (2010), *Le triomphe de la cupidité*, Babel.

