

Pédagogie des bulles financières

Il y a dix ans, Lehman Brothers

par Christian Chavagneux

Dix ans après la faillite de la banque Lehman Brothers, qu'avons-nous réellement appris de la dernière crise financière en date ? Christian Chavagneux met en évidence trois enjeux portant sur la nature desdites crises et sur les régulations nécessaires pour y faire face à l'avenir.

Il y a dix ans, la faillite de la banque américaine Lehman Brothers emmenait le système bancaire mondial au bord de l'écroulement. Et suscitait le développement d'une crise économique et sociale dont les effets se font toujours sentir. Les réflexions qui ont suivi aident à mieux comprendre les multiples mécanismes qui amènent le développement d'une bulle. Elles permettent de proposer une pédagogie de la crise, ce que l'on se propose de faire autour de trois questions.

Une crise singulière ?

Chaque période historique comporte ses singularités institutionnelles mais ce qui frappe d'emblée avec la crise des *subprimes* c'est sa similitude avec les grandes crises du passé¹. Elle en a suivi le chemin avec une fidélité étonnante.

¹ Voir *Une brève histoire des crises financières*, Christian Chavagneux, La Découverte, 2013.

Au départ de chaque crise, il y a des innovations financières, des nouvelles façons de pouvoir procéder à des investissements spéculatifs. La Hollande du XVII^e siècle a inventé les « billets à effet » pour parier sur la grosseur et la beauté des tulipes lorsqu'elles sont sous terre, des échanges de papiers bientôt sans plus aucun lien avec les fleurs, baptisé dès l'époque de « commerce du vent ». Cela finira par ce que les économistes considèrent comme la première bulle financière de l'histoire. Un siècle plus tard, l'Écossais John Law, devenu ministre des Finances de la France, développe les actions au porteur – anonymes – et la possibilité d'en acquérir avec un simple versement initial de 10 %, les primes réservées aux premiers actionnaires, la transformation de la dette publique en actions d'entreprise, etc., pour finir avec la première bulle boursière de l'histoire. Dans les années 1920, de nouvelles sociétés d'investissement sont créées pour faciliter les placements risqués en Bourse, on sait ce que cela donnera.

La crise des *subprimes* trouve elle aussi son origine dans des innovations dont on peut précisément indiquer la date de naissance : juin 1994, lorsque les financiers de la banque américaine J.P. Morgan inventent une façon de faire sortir les risques des bilans des banques et, bien entendu, de pouvoir parier sur leurs variations².

Mais les innovations ne suffisent pas en elles-mêmes. L'Histoire conduit à la même évidence : chacune des bulles financières a été précédée d'une bulle de crédits. Ce qui pose le plus de problème est celui que les financiers s'octroient entre eux : entre décembre 2002 et décembre 2008, l'endettement du secteur financier américain a progressé de 28 %, celui de la zone euro de 40 % et celui du Royaume-Uni de 74 %.

L'économiste britannique injustement oublié John Mills avait mis tout cela en évidence dès 1868 : « le crédit et la spéculation interagissent comme stimulants réciproques. En poussant les prix et les profits à la hausse, l'inflation de crédits incite à promouvoir la spéculation ; et la spéculation ne peut se poursuivre qu'en multipliant les instruments du crédit », écrivait-il³. Dans une magnifique revue de la littérature parue sur le sujet entre 1870 et les années 1920, l'économiste français Jean Lescure souligne dès les années 1930 la capacité de nuisance de ce qu'il appelle les « crédits de complaisance » ou les « abus de crédits »⁴.

Autre ressemblance frappante des crises à travers les siècles, la présence massive de fraudes. On pense bien sûr à des voyous individuels comme Bernard L. Madoff ou le fameux Charles Ponzi des années 1920 qui a laissé son nom à la fraude pyramidale où les premiers investisseurs sont payés avec l'argent des suivants sans qu'aucun placement soit réalisé. Mais les bulles financières sont marquées par des comportements de fraude systémique, qui dépassent les cas individuels.

² L'histoire est magnifiquement racontée par la journaliste du Financial Times Gillian Tett dans *Fool's Gold*, Free Press, 2009.

³ « On credit cycles and the origin of commercial panics », *Transactions of the Manchester statistical society*, session 1867-68.

⁴ *Des crises générales et périodiques de surproduction*, tome 2, Burt Franklin, New York, 1938.

Selon le spécialiste américain William Black, on compte de 500 000 à 600 000 cas de prêts immobiliers frauduleux (fausses déclarations de revenus, etc.), une véritable épidémie dont le risque avait été mentionné dès 2004 par le FBI. Le financier britannique Robert Jenkins a répertorié plus de 140 comportements délictueux pour lesquels toutes les grandes banques ont été condamnées depuis 2009 (manipulation des taux d'intérêt, des taux de change, blanchiment...). Et n'oublions pas le rôle des producteurs d'opacité que sont les paradis fiscaux. Les déboires de la banque britannique Northern Rock, en faillite dès l'automne 2007, sont dus à un excès d'endettement à court terme dissimulé dans sa filiale Granite, enregistrée à Jersey. La banque d'affaires américaine Bear Stearns a été touchée et coulée par les déboires de ses fonds spéculatifs installés pour partie à Dublin, pour partie aux Caïmans. Lehman Brothers était une entreprise immatriculée au Delaware avec 8000 entités enregistrées au Luxembourg, en Suisse, aux Bermudes et autres paradis fiscaux. Comme pour les autres banques précitées, les paradis fiscaux ont moins servi à échapper aux impôts qu'à dissimuler des stratégies de prises de risque excessives.

La crise des *subprimes* n'a rien d'un événement économique singulier. Elle a emprunté les mêmes routes que les grandes crises de l'histoire qui l'ont précédée.

Un pur jeu financier ?

Pour qui veut raconter en détail la crise des *subprimes*, on peut vite se perdre dans les sigles – CDO, CDS, ABS... – et la technique financière. Pourtant, il faut aller au-delà des analyses traditionnelles des économistes. La montée de la bulle n'a pas résulté uniquement d'un pur jeu financier. Les dimensions sociales, politiques et idéologiques ont également joué leur rôle.

Les travaux de Thomas Piketty et Emmanuel Saez montrent que, juste avant la crise de 1929 et juste avant l'éclatement de la bulle des *subprimes*, les 1 % d'Américains les plus riches contrôlaient un peu plus de 20 % du revenu national. Au même moment, un indice de déréglementation financière calculé par Thomas Philippon et Ariell Reshef montre une valeur au plus haut. Dérégulation financière et inégalités de revenu vont de pair.

La littérature met en avant trois façons dont les plus fortunés contribuent aux crises financières : en demandant des produits financiers à très haut rendement pour accroître leur richesse, ce qui exige des innovations ; en influant les politiques en faveur de la déréglementation afin de pouvoir prendre tous les risques qu'ils veulent ; en établissant un climat intellectuel propice à la promotion de leurs intérêts.

Le rappel précédent de la mécanique d'innovation liée aux *subprimes* montre plutôt un effet d'offre de produits financiers spéculatifs de la part des banquiers américains. Dans son analyse de la crise de 1929, John Kenneth Galbraith va dans le même sens. L'origine des

innovations est plutôt à rechercher du côté des financiers, les plus fortunés en entretiennent ensuite la demande. Et ils poussent à la dérégulation.

Enfin, les sociétés inégalitaires donnent l'opportunité aux plus aisés de promouvoir les idées qui justifient leur domination et leur richesse comme un état naturel et normal du monde. Ils s'appuient pour cela sur les experts, au premier rang desquels les économistes. Il faut rappeler ici les deux résultats de la théorie économique dominante à la veille de la crise des *subprimes* : les bulles financières sont impossibles et les récessions un phénomène du passé ! Le documentaire de Charles Ferguson, *Inside Job*, sorti sur les écrans fin 2010, comporte une vingtaine de minutes assez terribles sur la façon dont certains économistes ont mis leurs idées aux ordres de la finance pour en tirer un profit personnel.

La responsabilité des économistes va pourtant au-delà des cas individuels. La « science » économique dominante a fourni le cadre intellectuel permettant de justifier la supposée innocuité des innovations financières risquées, le besoin de déréglementer la finance et la nécessité de laisser les marchés financiers libres d'agir. Dix ans après la chute de Lehman Brothers, les économistes travaillent plus sur le rôle des banques et sur l'instabilité financière mais les principes analytiques de la théorie dominante sont restés les mêmes.

Une crise de régulation, mais laquelle ?

La défaillance de la régulation publique de la finance au cours des années 1990 et 2000 a incontestablement contribué à rendre la crise possible. On présente souvent les régulateurs comme des généraux toujours en retard d'une guerre sur l'inventivité des financiers. L'histoire enseigne que cette image est fautive. Entre le moment où naissent les innovations et celui où une bulle de crédits les transforme en source potentielle de risque systémique, il se passe plusieurs années et leur importance grossit sous les yeux des régulateurs. La bulle ne peut prendre que si ces derniers ou les décideurs politiques laissent faire. Ainsi, dès 1998, Brooksley Born, alors à la tête de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), le principal régulateur des marchés de dérivés américains, pointe du doigt la nécessaire régulation des produits toxiques dont elle voit croître les risques. Il faudra que l'entourage du président Clinton, d'Alan Greenspan, patron de la banque centrale, à Robert Rubin, ministre des Finances, le dissuade d'agir au nom de la défense des intérêts des financiers pour que les produits liés aux *subprimes* se diffusent. La proximité des riches marchands avec les autorités politiques hollandaises au XVIIe siècle, celle de John Law avec le Régent, le long ministère aux Finances de l'ultralibéral avant l'heure Andrew Mellon dans les années 1920 auront le même effet : des bulles spéculatives que les contemporains voient gonfler mais un aveuglement au désastre encouragé par la puissance publique.

Dans le cas de Lehman, se pose également la question de savoir pourquoi le ministre des Finances américain a décidé de laisser la banque faire faillite. Trois raisons l'ont poussé en ce sens. Ancien dirigeant de la banque d'affaire Goldman Sachs et proche du parti républicain, Henry Paulson n'est pas partisan de l'intervention directe de l'État dans la finance. La perspective de devoir nationaliser Lehman ne correspond pas à son cadre idéologique. La faillite d'un établissement peut également avoir la vertu à long terme de minimiser l'aléa moral, l'assurance qu'ont les banques d'être sauvées par la puissance publique. Enfin, il pense qu'après l'effondrement de Bear Stearns en mars et son rachat par J.P. Morgan, les marchés ont eu le temps d'intégrer et de se préparer à la disparition d'une autre banque, même Lehman et ses 630 milliards de dollars d'actifs. Les grands patrons de la finance américaine réunis dans son bureau le week-end précédent l'annonce de la faillite le confortent dans cette idée. On sait ce qui en est suivi : l'opacité des contrats financiers passés par Lehman qui entraîne une sur-réaction de panique de la part des autres établissements ; une sous-estimation de l'interconnexion des grandes banques du fait de la titrisation ; une difficulté à bâtir un consensus politique rapide permettant de répondre à la panique.

Pour autant, une bulle financière résulte également d'une défaillance des régulations privées et celle des *subprimes* en est l'expression la plus consommée. Les grandes banques internationales disposent de modèles statistiques sophistiqués censés mesurer leur exposition au risque. Celui de Goldman Sachs indiquait que la probabilité que se produisent les turbulences qu'il avait sous les yeux était aussi forte que de gagner vingt fois de suite au Loto...

Dans les périodes de bulle, les contrôleurs internes aux établissements se retrouvent en position de faiblesse dans le rapport de force avec les preneurs de risque. A la banque suisse UBS, les autorisations de prise de risques étaient demandées après que les risques aient été pris et lorsque les limites de risque établies en interne sont dépassées en avril 2007, on change la méthode pour pouvoir en prendre plus. Chez Fortis, une limite de pertes absolue est transformée en simple clignotant à surveiller. Chez J.P. Morgan, un rapport interne sur les déboires de la filiale de Londres indique que les contrôleurs « ne se sentaient pas la légitimité de poser des questions dérangeantes, de critiquer les stratégies de trading ou d'affirmer fortement leurs inquiétudes de manière efficace », justement ce qu'on leur demande de faire.

La crise des *subprimes* n'a été en rien singulière, elle est de la même famille des grandes crises financières de l'histoire. La montée de la bulle au cours des années 2000 s'est appuyée sur des instruments techniques mais n'aurait pas été possible sans un soutien politique à la déréglementation, une perte de qualité des politiques de contrôle des risques au sein des établissements financiers et le soutien idéologique porté par les économistes. Les régulateurs publics peuvent s'attaquer aux dimensions proprement financières des dérapages et pousser les banques à limiter leurs mises dans la finance casino. Mais c'est aux sociétés civiles d'appréhender les dimensions politiques, sociales et idéologiques de la crise en faisant d'un thème technique, la régulation financière, un enjeu démocratique.

Publié dans laviedesidees.fr, le 2 octobre 2018.