

Chapitre 1

Quelques grandes crises « historiques »

Définir, de façon abstraite, ce qu'est une crise financière n'est ni aisé ni pédagogique. En premier lieu, les crises ne sont pas circonscrites à un seul domaine de la finance, mais peuvent en frapper plusieurs : le marché des actions, des obligations, du crédit, des changes, de l'immobilier... La crise ne se reproduit donc jamais tout à fait à l'identique.

POUR ALLER PLUS LOIN

Un marché ou des marchés ?

Plusieurs types de titres financiers sont échangés. Une **obligation** représente une dette de l'entreprise qui l'émet. Son détenteur s'attend à des paiements périodiques (versements des intérêts et remboursement de la somme prêtée) selon des modalités prévues à l'avance. Le marché où s'échange les obligations s'appelle le « marché obligataire ». À la différence d'une obligation, une **action** représente une part du capital d'une entreprise. Son propriétaire sera, normalement, rémunéré (par des dividendes) en fonction des résultats enregistrés par l'entreprise. Certains titres représentent des emprunts et des crédits à court terme et ont une nature plus monétaire : on parle de **titres de créance négociables**. Par ailleurs, les agents économiques pour commercer et investir hors de leurs frontières ont besoin d'acheter ou de vendre des monnaies étrangères : ils le font sur le **marché des changes**.

En second lieu, il n'existe pas de définition précise et incontestée de la crise. Dans son *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Charles Kindleberger remarque que « ce virus est comme le grand amour :

impossible à définir mais reconnaissable à la première rencontre ». Il est des moments où, sans se perdre en conjectures sur la définition du mot, tout le monde s'accorde pour constater l'existence d'une crise financière.

Certes, certains ouvrages essaient d'utiliser des caractéristiques plus précises. Ainsi, dans le rapport du Conseil d'analyse économique (CAE) n° 50 consacré aux crises financières, les auteurs utilisent différents critères. Par exemple, ils considèrent qu'une monnaie connaît une crise de change notamment lorsque sa valeur exprimée dans une autre monnaie subit une dépréciation, au cours d'une année, supérieure à un certain seuil, par exemple de 25%. S'ils ont besoin de telles définitions chiffrées, c'est pour se livrer à des travaux économétriques.

POUR ALLER PLUS LOIN

Conseil d'analyse économique (CAE)

Cette instance, créée en 1997, est composée d'économistes de sensibilités diverses : une trentaine de membres nommés à titre personnel (dont plusieurs membres étrangers) et six membres de droit qui représentent les grandes administrations économiques et sociales. Placé auprès du Premier ministre, le CAE a pour missions « d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses, les choix du gouvernement en matière économique ». Les rapports du CAE permettent de faire le point sur un sujet : les contributions principales (signées par un ou plusieurs économistes) font systématiquement l'objet de commentaires critiques de la part de « discutants ».

Dans le cadre de cet ouvrage, entrons donc dans le vif du sujet en rappelant des exemples de crises financières, qu'elles remontent avant la Seconde Guerre mondiale ou qu'elles caractérisent notre époque (chapitre 2). Cette promenade dans l'histoire permet de se mettre en tête quelques éléments concrets, quelques points de repère, qui facilitent les tentatives d'explication (exposées au chapitre 3). Ce rappel des faits met l'accent tantôt sur les causes des crises, tantôt sur leur déroulement, ou leur impact.

Il n'est pas possible de faire, dans le cadre d'un livre relativement court, la liste exhaustive des crises financières qui ont ébranlé les pays

d'Europe ou les États-Unis jusqu'au début du xx^e siècle. À lire les ouvrages de référence (comme celui de Kindleberger) qui en font le recensement, deux idées frappent l'esprit. D'une part, la liste des crises est impressionnante, comme si le secteur financier ne connaissait pratiquement pas de période de calme un peu longue (sauf de la fin de la Seconde Guerre mondiale aux années 1970). D'autre part, ces crises ont pratiquement toutes été oubliées, comme si nous nous dépêchions de ne pas en tirer de leçons pour faire les mêmes erreurs le plus vite possible. Passons en revue celles qui sont restées dans les mémoires.

La fin brutale de la « tulipomania » en 1637

Au tournant des xvi^e et xvii^e siècles, la Hollande découvre les tulipes. Leur rareté et leur nouveauté en poussent les prix à la hausse. Bientôt, dans les années 1630, elles deviennent un objet de spéculation. Comme le remarque Galbraith dans sa *Brève histoire de l'euphorie financière*, « un bulbe pouvait changer de main plusieurs fois à des prix en forte hausse et merveilleusement gratifiants alors qu'il était encore sous terre et que personne ne l'avait vu ». En gros, on achète à prix d'or des « promesses de bulbes », dans l'espoir de vendre ces promesses encore plus cher.

POUR ALLER PLUS LOIN

Marché primaire et marché secondaire

Pour qu'un marché soit liquide (et aussi pour que la spéculation puisse exister), il faut que chacun puisse revendre le titre ou le bien (ici un bulbe de tulipe) qu'il a acheté. Il faut donc un marché de l'occasion et pas seulement un marché du neuf. Sur les marchés financiers, le marché du neuf est dit « marché primaire ». Il met en relation celui qui « émet » le titre et son premier acquéreur. Ensuite, les titres s'échangent de main en main entre les acquéreurs ultérieurs sur le marché de l'occasion, en d'autres termes le « marché secondaire », sans que ces transactions ne concernent directement l'émetteur.

Cette euphorie gagne toutes les couches de la population et dure jusqu'en 1637. Et soudain, sans qu'on sache très bien ce qui motive le retournement, certains commencent à vendre, puis sont imités par d'autres qui prennent peur en voyant les premiers se débarrasser de leurs bulbes. La frénésie à l'achat se mue en panique à la vente.

Comme le souligne Galbraith dans son livre *Brève histoire de l'euphorie financière*, « Ceux qui avaient acheté, souvent en mettant leurs biens en gage pour obtenir un crédit (...) furent soudain dépouillés de tout, ou en faillite (...) Ils ne restèrent pas seuls dans leur malheur. L'effondrement du prix des tulipes et l'appauvrissement qui en résulta (...) provoquèrent, dans la terminologie moderne, une très sérieuse récession ».

L'éclatement de la bulle de la Compagnie des mers du Sud en 1720

La Compagnie des mers du Sud (South Sea Company) est créée à Londres en 1711. Elle se voit accorder « le seul et unique commerce et trafic, à commencer au 1^{er} août 1711, au sein, en direction et en provenance des Royaumes, Terres, etc. de l'Amérique, de la rive est du fleuve Aracona et jusqu'à l'extrême sud de la Terre de Feu... » En clair, elle a le monopole sur le commerce avec les colonies espagnoles en Amérique... ce qui supposerait d'être en bons termes avec l'Espagne.

En échange de ce monopole, elle accepte de prendre à sa charge la dette de l'État. Les détenteurs de Bons du Trésor peuvent les lui apporter ; en contrepartie, la compagnie leur donne, non des espèces sonnantes et trébuchantes, mais des actions qu'elle émet (avec l'autorisation de l'État), actions qui rapportent un taux d'intérêt fixe. Cela fait l'affaire de l'État, car cela éteint en partie sa dette ; cela séduit les détenteurs de la dette publique, car ils acquièrent ainsi des actions d'une compagnie dont ils pensent qu'elles présente un fort potentiel de développement.

Malgré la difficulté à commercer dans une zone contrôlée par l'Espagne, qui n'accorde à la Compagnie que le droit d'affréter un seul navire par an (en prélevant une part sur ses profits), la société connaît un véritable engouement. Non seulement le volume des actions émises s'accroît, mais le cours monte en flèche : 128 livres en janvier 1720, 1000 livres pendant le mois d'août.

Ce succès suscite des vocations. D'autres sociétés tentent de se former sur le même modèle. Certaines prétendent exploiter d'autres routes commerciales, ou encore exploiter le mouvement perpétuel. Ces sociétés, parfois d'un objet plus que fantaisiste, sont rapidement surnommées des « bulles ». Moins pour calmer le jeu que pour protéger la Compagnie des mers du Sud, une législation (le « Bubble Act », en juin 1720) restreint alors considérablement les possibilités de créer des sociétés à capital public.

Malgré cette tentative de favoriser la Compagnie des mers du Sud, celle-ci voit le cours de ses actions plonger à partir de septembre (à la fin de ce mois, il n'est plus qu'à 150 livres), soit à peu près en même temps que la déconfiture du système de John Law (voir ci-dessous).

De nombreux investisseurs se retrouvent ruinés, parmi lesquels Isaac Newton, qui confessa : « Je peux mesurer le mouvement des corps célestes, mais pas la folie humaine ».

L'écroulement du système de John Law en mars 1720

L'édification et l'écroulement du système de Law sont particulièrement difficiles à comprendre, car ils mêlent crise financière et inventivité monétaire.

Première difficulté : le contexte monétaire de l'époque est très différent du nôtre, et un peu délicat à saisir. Les moyens de paiement circulent sous forme de pièces de métal (or, argent ou cuivre). Il s'agit là de monnaies dites *réelles*, en ce sens que l'on peut les manipuler (les louis, les écus...), et les utiliser pour régler, effectivement, une transaction. Cependant, l'époque utilise aussi une monnaie dite *idéale*, ou monnaie *de compte* : la livre tournois. La monnaie idéale donne l'échelle des valeurs. Un dernier mot sur ce sujet pour dire que les souverains, à l'époque, modifiaient assez souvent le « taux de conversion » entre les pièces, bien réelles, et la livre tournois, avec laquelle on évaluait les prix.

POUR ALLER PLUS LOIN**Quand la monnaie dans laquelle on compte diffère de celle dans laquelle on règle**

Une comparaison approximative permet de comprendre la différence entre *monnaie réelle* et *monnaie de compte* : dans les premiers temps de l'euro, nous payions dans la nouvelle monnaie tout en utilisant mentalement les prix en francs.

Seconde difficulté : les sources documentaires sur le système de Law sont parfois imprécises ou contradictoires. Heureusement, Edgar Faure, homme politique français qui fut, entre autres, plusieurs fois ministre mais aussi sénateur et président de l'Assemblée nationale, a écrit en 1977 un livre consacré à *La banqueroute de Law* qui permet de se faire une idée de la complexité du système.

John Law (prononcer « Lass ») est né en 1671 à Édimbourg. En 1694, il tue, lors d'un duel, un rival dans une affaire de cœur et fuit l'Écosse. En 1716, il est autorisé par le duc d'Orléans, alors Régent (Louis XIV est mort en 1715 et son arrière petit-fils Louis XV n'est encore qu'un enfant) à créer une banque, la Banque générale, qui deviendra la Banque royale en 1718. Il pose ainsi la première pierre d'un édifice économique et financier dont les divers éléments forment un système, une mécanique qui a fini par s'emballer. Pour faire simple, ce système repose sur trois piliers, qui interagissent.

Premier pilier : une banque

Créée en 1716, la Banque générale est dotée d'un capital modeste (en partie payé par des billets d'État, c'est-à-dire par les titres de la dette d'État détenus par le public). Elle est autorisée à émettre, en d'autres termes, à imprimer et à fournir, ses propres billets lorsqu'on vient lui apporter des pièces. Elle est donc censée restituer ces pièces à quiconque viendra à son comptoir lui présenter les billets qu'elle a émis. Dans un premier temps, les billets de la Banque générale constituent la contrepartie de la monnaie *réelle* (écu, louis). Dans un second temps, lorsque la Banque générale est étatisée et devient la Banque royale, les

billets représentent de la monnaie *de compte* (la livre tournois), monnaie dans laquelle le public avait déjà l'habitude d'étalonner ses transactions.

Dans le même temps, le pouvoir limite l'usage des pièces de métal comme moyen de paiement, favorisant ainsi l'utilisation des billets imprimés par la banque de Law. Ainsi, l'ambition – étonnamment moderne et prophétique – de Law est de faire en sorte que la quantité de moyens de paiement dont a besoin une économie ne soit pas limitée par la quantité d'un métal, que ce soit du billon (alliage d'argent et de cuivre), de l'argent ou de l'or. Il conçoit la monnaie comme la contrepartie de l'activité économique. À la limite, ce sont les actions dans une entreprise qui devraient servir de moyens de paiement.

Deuxième pilier: la Compagnie

Law récupère la Compagnie d'Occident, dotée d'une concession sur la Louisiane (qui était à l'époque bien plus vaste que la Louisiane actuelle). Elle absorbe bientôt la Compagnie du Sénégal, celle des Indes Orientales, celle de la Chine puis la Compagnie d'Afrique. La Compagnie a donc une activité « colonisatrice » et dispose d'un monopole du fret et du commerce international, ainsi que celui de la vente de tous les tabacs, et pas seulement de celui qu'elle produit. Le pouvoir lui confie aussi la fabrication des monnaies métalliques, dont l'usage est découragé pour favoriser celui des billets de la Banque de Law.

Troisième pilier : l'État

Les interactions entre les finances publiques et les deux autres piliers du système sont nombreuses. Elles sont multiples avec la banque. Law fait peu à peu affluer dans les caisses de sa banque toutes les recettes publiques. Ainsi, dès la création de la Banque générale, les receveurs des impôts doivent non seulement acquitter à vue sur leurs fonds tous les billets qui leur seraient présentés, mais aussi remettre à Paris leur collecte fiscale sous forme de billets de la Banque générale. Les finances publiques s'entremêlent également avec la Compagnie. Dès le début, le public peut souscrire au capital de la Compagnie en apportant des

billets d'État (donc de la dette de l'État). En outre, le Régent confie le recouvrement des impôts à la Compagnie.

L'interaction des trois piliers

Sans entrer dans le détail du système de Law, les trois piliers interagissent de façon croissante les uns avec les autres. À certains moments, la Banque aide la Compagnie à soutenir ses propres actions, dont la hausse, très importante, des cours est savamment orchestrée par Law. Cependant, comme dans le cas de la Compagnie des mers du Sud, l'activité réelle de la Compagnie n'a rien de l'Eldorado fabuleux promis aux actionnaires. Vers la fin, la Banque et la Compagnie fusionnent ; l'émission de billets et d'actions s'accélère. Pour sauver le système, la possession même de l'or est découragée par la loi.

En 1720, certains des plus gros détenteurs de billets viennent à la Banque les échanger contre des pièces. La Banque ne peut pas suivre. Une crise de confiance provoque la banqueroute de la Banque. Les émeutes de juillet font 17 morts. John Law s'enfuit à Venise. En novembre, les billets disparaissent.

POUR ALLER PLUS LOIN

Banqueroute

En droit, la banqueroute désigne les agissements d'un dirigeant d'une entreprise qui aggrave intentionnellement ses difficultés financières. En pratique (et dans cet ouvrage), on emploie souvent ce terme pour désigner la faillite d'une banque – usage qui correspond d'ailleurs à l'origine du mot.

Pour résumer, le système de Law avait le mérite de détacher la monnaie de toute référence au métal. Il constituait une préfiguration de la relance de l'économie par le crédit. Mais au lieu de financer des réalisations de l'économie réelle, la création de monnaie-papier a alimenté la spéculation à la hausse d'un titre. Il faudra du temps avant que la France ne retrouve confiance dans les billets de banque.

Malgré les diverses crises qui jalonnent le XIX^e siècle, faisons un saut dans le temps jusqu'au XX^e siècle.

Le « jeudi noir » et la crise de 1929

À la Bourse américaine, le cours des actions s'installe sur une tendance à la hausse vers 1924. Cette ascension est temporairement contrariée en 1926, puis reprend de plus belle à partir de 1927. L'ouvrage *Les Grandes Crises* (Marcel et Taïeb) indique qu'entre 1921 et 1929, l'indice du cours des actions a été multiplié par quatre. Pendant toute cette époque, le crédit est facile et alimente la spéculation.

POUR ALLER PLUS LOIN

Indices et *benchmarks*

Pour avoir une vision synthétique de l'évolution des marchés financiers, il ne serait pas pratique de suivre les hauts et les bas de *chacune* des valeurs. Sur le marché des obligations, on regarde un « benchmark » [en d'autres termes, un « étalon », ou point de référence], c'est-à-dire l'obligation qui, sur un marché, est considérée comme étant sans risque ; il s'agit en général de l'obligation d'État à 10 ans. Sur le marché des actions, c'est-à-dire la Bourse, on construit un indice en additionnant la capitalisation boursière des grosses sociétés qui y sont cotées (ou seulement le « flottant » de ces sociétés, c'est-à-dire les actions effectivement susceptibles d'être échangées, à l'exclusion de celles détenues par des actionnaires stables). Ainsi, les opérateurs suivent les indices Dow Jones et Nasdaq aux États-Unis, l'indice Nikkei au Japon, l'indice DAX en Allemagne et l'indice CAC 40 en France...

En 1929, les autorités monétaires s'inquiètent de la hausse boursière. La banque centrale américaine (la Réserve fédérale, ou Fed) laisse un moment entendre qu'elle va monter ses taux d'intérêt, pour rendre le crédit moins bon marché et ainsi calmer le jeu. Charles E. Mitchell, président de la National City Bank, intervient publiquement pour contrecarrer et décrédibiliser cette intention pourtant sage. Il déclare : « Nous estimons que nous avons une obligation qui l'emporte sur n'importe quelle mise en garde de la Federal Reserve ou autre considération : éviter toute crise dangereuse sur le marché financier. » Sa banque affirme qu'elle prêtera autant d'argent que nécessaire pour contrer l'action de la Fed.

POUR ALLER PLUS LOIN**Taux directeurs, taux courts et taux longs**

Lorsqu'une banque centrale indique qu'elle monte (ou baisse) ses taux d'intérêt, de quel taux parle-t-on ? Pour désigner les taux que la banque centrale fixe elle-même, on parle de « taux directeurs ». Ils correspondent à des prêts à très court terme qu'accorde la banque centrale aux banques commerciales (on parle de « refinancement »). Ces taux influencent directement les taux auxquels se négocient, sur le marché, les prêts et emprunts d'argent à court terme : pour les désigner, on parle de « taux courts ». Les taux directeurs exercent une influence plus lointaine, plus indirecte et, surtout, plus incertaine, sur les « taux longs ». Ceux-ci correspondent au coût d'un emprunt à long terme, par exemple d'une obligation sur 10 ans.

Non seulement ceux qui crient « casse-cou » sont montrés du doigt, mais encore l'emballement boursier trouve des experts pour le justifier (c'est une caractéristique que nous retrouverons). À la fin de l'été 1929, Irvin Fischer, un économiste célèbre, affirme : « Les cours des actions ont atteint ce qui semble devoir être un haut niveau permanent ». Sans qu'on sache quel est exactement le facteur déclenchant (hausse du taux d'escompte au Royaume-Uni ? faillite de l'homme d'affaires londonien Clarence Hatry ?), l'euphorie connaît un terme en octobre 1929. Le mercredi 23, la situation chancelle. Le jeudi 24 (le « jeudi noir »), elle tourne à la déroute. Le volume des actions mises en vente explose.

Les banquiers essaient d'organiser une riposte. Réunis au siège de la banque Morgan, ils décident de stabiliser le marché en rachetant des actions de façon massive. Effectivement, la situation se calme le vendredi 25... avant de céder au vent de panique le lundi 28. Les volumes de vente augmentent encore et, ce jour-là, l'indice boursier chute de 12,9 % (baisse journalière d'une ampleur sans précédent, le record sera battu en 1987). La baisse des cours va se poursuivre pendant environ trois ans.

Il est difficile de dire si la crise économique des années 1930 est entièrement causée par la crise boursière. Certains avancent que des signes de ralentissement avaient déjà été enregistrés avant le krach. Il est certain en tout cas que celui-ci a au moins amplifié les difficultés conjoncturelles. Différents canaux de transmission (voir chapitre 4) jouent alors. De

nombreuses banques avaient alimenté la spéculation par leurs prêts : elles ne peuvent pas être remboursées et font faillite ; le crédit se grippe. De toute façon, les épargnants ont vu fondre leurs économies : par conséquent, ils rationnent leur consommation et les débouchés viennent à manquer aux entreprises. Entre 1929 et 1932, la production industrielle américaine diminue de près de la moitié. Le chômage explose : en 1933, un quart de la main-d'œuvre disponible est sans travail.

Deux caractéristiques de la crise de 1929 doivent encore être notées – pour être comparées avec la période contemporaine. Première caractéristique : si la crise a une diffusion internationale, elle ne provoque pas de réponse coordonnée au niveau international ; c'est même le contraire. La crise se répand en effet de pays à pays ; par la contraction du commerce international (les pays touchés réduisant leurs importations) et par la finance (les pays en difficulté rapatriant l'argent qu'ils avaient investi hors de leurs frontières). L'Allemagne et l'Autriche sont touchées. Chaque État réagit seul à la crise : la période est marquée par la montée du protectionnisme et par la fragmentation en zones monétaires.

La « panique bancaire », stade mortel d'une crise financière.

En mai 1931 à Vienne, la Kredit Anstalt, la plus grande banque de Vienne, cesse ses paiements. Les photographies des queues devant ses guichets sont revenues dans les mémoires en 2007 à la vue des queues devant les locaux de Northern Rock. Lorsque les déposants d'une banque ne lui accordent plus leur confiance, ils se ruent aux guichets pour vider leur compte et retirer leurs espèces. Le problème, dans la banque d'aujourd'hui, c'est que les « billets » que ces comptes sont supposés représenter n'existent tout simplement pas. Face à des demandes de retraits massifs, la banque n'a plus qu'à mettre la clef sous la porte, faire « banqueroute ». La gravité des paniques bancaires sera approfondie au chapitre 4.

Seconde caractéristique : dans le pays à l'origine de la crise, les États-Unis, la réaction initiale est hésitante. Certes, le président Hoover prend des décisions que l'on peut qualifier de mesures de relance, mais elles

ne sont pas massives. La doctrine libérale de l'époque veut que le marché « purge » les entreprises trop fragiles. Elle explique le conseil donné par Andrew Mellon, Secrétaire d'état au Trésor du 4 mars 1921 au 12 février 1932 : « Liquidier le travail, liquider les stocks, liquider les fermiers, liquider les biens immobiliers... Éliminer la pourriture du système ». Il faut attendre le New Deal de Roosevelt pour que la relance soit plus déterminée. La leçon de 1929 sera retenue : à l'avenir, les autorités économiques sauront parfois faire preuve de réactions immédiates et massives.

Une liste non exhaustive des crises ayant marqué le capitalisme

- 1637 – La Tulipomania.
- 1720 – Crise de la Compagnie des mers du Sud (Royaume-Uni) et du système de John Law (France).
- 1797 – Panique bancaire au Royaume-Uni.
- 1810 – Crise bancaire au Royaume-Uni.
- 1819 – Crise bancaire aux Etats-Unis.
- 1825 – Crise boursière au Royaume-Uni.
- 1836 – Krach boursier au Royaume-Uni, puis difficultés bancaires aux Etats-Unis.
- 1847 – Effondrement boursier (France, Royaume-Uni) après un engouement pour les chemins de fer.
- 1873 – Krach boursier à Vienne après une spéculation liée à l'Exposition universelle. Début de la grande dépression de la fin du XIX^e siècle.
- 1882 – Krach de l'Union générale (France).
- 1907 – Panique des banques aux Etats-Unis.
- etc.