

# CRISE FINANCIÈRE : CAUSES ET SOLUTIONS DE SORTIE

UNIVERSITÉ DU TEMPS LIBRE DU PAYS DE CONCARNEAU

Pierre Clauss

École Nationale de la Statistique et de l'Analyse de l'Information  
Centre de Recherche en Économie et Statistique

23 janvier 2012

# Mini CV

Ancien ingénieur financier : HSBC, Natixis, Société Générale.

Depuis 4 ans : enseignant-chercheur en Finance à l'Ensaï-Crest (responsable de formation), ainsi qu'à l'IGR, Essec, Cnam Paris, Dauphine.

Chroniqueur dans Ouest France sur l'actualité financière.

Sortie d'un ouvrage sur la Gestion de Portefeuille chez Dunod.

# Enjeux de la conférence

La crise financière des *subprimes* a vu le jour durant l'été 2007.

Elle a eu des conséquences très graves sur nos systèmes financier et économique :

- faillites d'entreprises et de banques
- chômage
- révélations des excès de la finance : bonus exorbitants et évasion fiscale importante

# Enjeux de la conférence

Actions de nos gouvernements :

- au début, tentatives pour sortir du marasme et pour permettre la reprise économique (G20, taxation, liste de paradis fiscaux) + augmentation des liquidités (leçon de 1929)
- aujourd'hui : austérité, dette, incertitude

⇒ L'inédit entraîne l'inaction : partis d'une crise financière puis économique, nous sommes aujourd'hui devant une crise politique.

⇒ Comment en est-on arrivé là et comment s'en sortir ?

⇒ Philosophie de la conférence : peu de chiffres, qui abondent dans l'actualité, pour se concentrer sur les idées.

# Plan de la conférence

- 1 Les Trente Libérales à bout de souffle
- 2 Une régulation défailante
- 3 Des solutions à l'épreuve de l'histoire économique

# Plan de la conférence

- 1 Les Trente Libérales à bout de souffle
- 2 Une régulation défailante
- 3 Des solutions à l'épreuve de l'histoire économique

# Plan de la conférence

- 1 Les Trente Libérales à bout de souffle
- 2 Une régulation défailante
- 3 Des solutions à l'épreuve de l'histoire économique

# Partie 1

## LES TRENTE LIBÉRALES À BOUT DE SOUFFLE

- 1 Une crise de société
- 2 Des marchés financiers omniprésents
- 3 Des acteurs financiers inévitables

# Trente Glorieuses

Au-delà de problèmes strictement économiques et financiers, la crise révèle surtout une crise de société.

1946-1975  $\Rightarrow$  Trente Glorieuses (Jean Fourastié) :

- plein-emploi
- consommation de masse
- forte croissance

$\Rightarrow$  Etat-Providence et redistribution équitable mais État trop pesant.

# Trente Libérales

Depuis 1975 : en France, le budget de l'État est chaque année déficitaire.

1973 : début de l'incertitude avec le premier choc pétrolier confirmé en 1979 par le second choc

⇒ économie de l'incertitude, recours indispensable aux marchés financiers

⇒ 1979-2008 : Trente Libérales

# Trente Libérales

Libéralisme à 2 visages :

- culturel et politique :
  - libéralisation des radios et télévisions en France
  - *Movida* en Espagne (après Franco à partir de 1975)
  - chute du Mur de Berlin
  - internet
- économique : Thatcher (1979) et Reagan (1981) vont déréguler l'économie et faciliter la liberté d'entreprise.

# Trente Libérales

Essoufflement :

- culturel et politique : lois de censure
- économique :
  - vulnérabilité des individus
  - dégradation des solidarités
  - perte de sens au travail (*L'époque de la performance insignifiante* selon Fabio Merlini)

⇒ crise de 2008 constitue le chant du cygne de ces Trente Libérales.

# Les marchés financiers

Les années 70 développent de fortes incertitudes financières :

- sur les prix : inflation (chocs pétroliers)
- sur les devises : changes flottants avec les accords de la Jamaïque (1976)

⇒ Les marchés financiers et leurs produits d'assurance (*produits dérivés*) permettent d'assurer les échanges financiers dans une économie-monde incertaine.

# Les marchés financiers

Un produit dérivé sur un actif financier de base (action, devise, matière première) permet :

- assurance : Air France achète un Boeing  $\Rightarrow$  le temps de la construction le prix en dollar converti en euro peut évoluer défavorablement
- spéculation : Thalès le Milésien (cf. Aristote) à partir de la récolte des olives en Grèce antique

$\Rightarrow$  Spéculation peut être déstabilisatrice : Roosevelt supprime les marchés de dérivés après 1929.

$\Rightarrow$  les produits à base d'emprunts *subprimes* sont des produits dérivés complexes : *produits structurés de titrisation*.

# Focus sur la titrisation

Banque américaine prête à ses 100 clients 100 000 dollars chacun pour acheter une maison.

Certains sont des *subprimes* :

- remboursement seulement des intérêts (fixes puis variables) pendant la durée du prêt
- capital total remboursé à la fin

Si problème de remboursement à la fin du prêt : revente de la maison.

# Focus sur la titrisation

La banque a au total 10 millions de dollars de créances.

Elle crée un **titre** financier, vendu à des tiers, avec ces prêts pour ne plus en supporter le poids : on appelle cela la **titrisation**.

Ces nouveaux prêteurs gagnent une partie des intérêts versés par les clients de la banque et ces intérêts sont très importants pour les clients *subprimes*.

⇒ Lorsque les *subprimes* ont fait faillite, les produits *titrisés* n'ont plus eu de valeur et sont devenus des produits *toxiques*.

# Focus sur la titrisation

Conséquences de la titrisation :

- en sortant les prêts du bilan des banques, les banques ont pu faire d'autres prêts
- la croissance a donc augmenté artificiellement
- démesure, principe de réalité oublié et création de richesse sans création de valeur

# Les investisseurs institutionnels

Années 70 : accumulation des richesses des Trente Glorieuses qui vont se déverser sur les marchés.

⇒ des collecteurs et des gestionnaires d'épargne vont apparaître en force : les *investisseurs institutionnels* ou *instits*.

⇒ ces *instits* vont imposer leur loi dans les conseils d'administration des entreprises pour en retirer le maximum de profit.

# Les investisseurs institutionnels

2 grandes catégories :

- les collecteurs : banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds de pension et fonds souverains (Chine, Qatar)
- les gestionnaires : traditionnels (PEA, Assurance-vie) ou agressifs (fonds spéculatifs et fonds de private equity)

⇒ spéculation exacerbée pour avoir des rendements de plus en plus importants en oubliant le risque !

# Focus sur les spéculateurs

Spéculation (latin *speculatio*) : contemplation, observation attentive.

Keynes<sup>1</sup> :

*[Les spéculateurs] se préoccupent, non de la valeur véritable d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera trois mois ou un an plus tard. [...] Telle est la conséquence inévitable de l'existence de marchés financiers conçus en vue de ce qu'on est convenu d'appeler la "liquidité" (Payot).*

---

1. chapitre 12 de la *Théorie Générale*

# Focus sur les spéculateurs

Mais cette liquidité est essentielle à l'existence même des marchés financiers :

- liquidité = fluidité des échanges
- si tout le monde vend : il faut bien des acheteurs pour que le marché ne perde pas tout attrait. Ces acheteurs sont des spéculateurs !

⇒ On est condamné à accepter les marchés financiers mais pas nécessairement dans leur forme actuelle.

# Focus sur les spéculateurs

2 types de spéculation :

- experte
- moutonnaire (actifs financiers : biens pas ordinaires selon André Orléan)

⇒ Important de diminuer l'impact des seconds spéculateurs (spéculation sur les États).

Dans les 2 cas, les spéculateurs ne seraient que de simples vautours : la carcasse n'est pas de leur fait ! (exemple de la spéculation sur le blé et de la faim dans le monde)

# Focus sur les spéculateurs

Les spéculateurs ont plusieurs visages :

- des figures historiques et connues : Georges Soros, Warren Buffet
- les fonds spéculatifs ou *hedge funds*
- les banques elles-mêmes : Kerviel en a révélé les limites
- plus rarement des fraudeurs : Madoff pour le plus célèbre

# Le cas Madoff

Nuit du 11 au 12 décembre 2008 : révélation de la fraude de près de 50 milliards de dollars. Qui est Madoff ?

- symbole du rêve américain : ancien maître-nageur
- il a créé son fonds avec 5000 dollars à 22 ans
- ancien président du Nasdaq (Bourse américaine de valeurs technologiques)

# Le cas Madoff

Mécanisme de la fraude simple et très vieux (John Law en 1719, Charles Ponzi en 1920) :

- première étape : trouver une idée d'investissement qui attire
- deuxième étape : collecter les capitaux
- troisième étape : payer les intérêts des premiers investisseurs par les nouveaux investisseurs

⇒ Difficulté : conserver l'attrait initial !

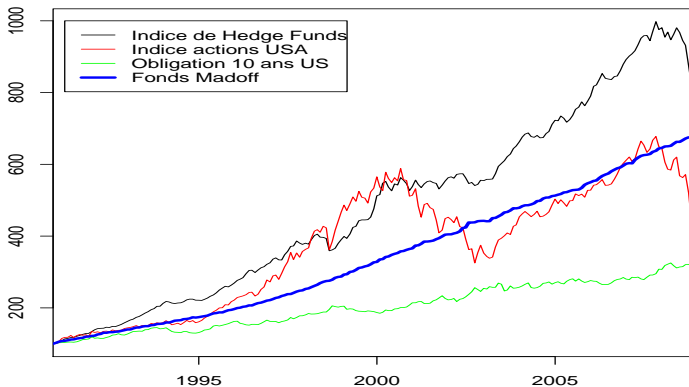
# Le cas Madoff

Contrairement à Law et Ponzi, Madoff utilise seulement les marchés financiers et une stratégie d'investissement spéculative relativement simple.

Investisseurs pas moins naïfs qu'au 18<sup>ième</sup> siècle !

Investissement dans les fonds de Madoff : gain en moyenne de 10% par an avec très peu de fluctuation.

# Le cas Madoff



# Le cas Madoff

Escroquerie facilitée par une faillite de la régulation :

- Madoff : gérant, courtier et conservateur des actifs
- existence de paradis fiscaux peu réglementés

## Partie 2

# UNE RÉGULATION DÉFAILLANTE

- 1 Les paradis fiscaux
- 2 Des infrastructures opaques
- 3 La régulation bancaire

# Les paradis fiscaux

Exemples de paradis fiscaux :

- 1 États : Bahamas, Luxembourg, Suisse
- 2 partie d'États : Guernesey et Jersey appartenant à la Grande Bretagne, Delaware aux États-Unis

Créés à la fin du 19<sup>ième</sup> siècle avec le début de la mondialisation.

Objectif : éviter aux entreprises d'être doublement taxées par l'État d'origine et l'État d'implantation.

# Les paradis fiscaux

Essor après les chocs pétroliers des années 70.

Les multinationales et les banques ont alors réduit leurs charges.

Problème de cohabitation entre des États-Providence (très endettés)  
et des paradis fiscaux ⇒ justice sociale ?

# Les paradis fiscaux

Théorie de la justice de Rawls.

Principe premier de liberté crée nécessairement des inégalités économiques.

Ces inégalités doivent être *acceptables* via un système juste de redistribution.

# Les paradis fiscaux

Rawls<sup>2</sup> :

*Le fait d'être rempli d'espoir et optimiste pour le futur plutôt que résigné et indifférent dépend donc à la fois des inégalités associées à notre position sociale et des principes publics de justice que la société, en plus de professer, met en oeuvre plus ou moins efficacement pour régir les institutions de la justice du contexte social (La Découverte).*

⇒ Les paradis fiscaux et la mondialisation ont fait exploser cette conception d'une société démocratique juste et l'espoir des citoyens semble s'évanouir.

---

## 2. La justice comme équité

# Les paradis fiscaux

Crise : occasion pour permettre aux personnes de devenir " raisonnables " au sens de Rawls :

*[qui] comprennent [...] qu'elles doivent respecter [les] principes [nécessaires à la définition de ce que chacun peut considérer comme des termes équitables de coopération], même au prix de leurs propres intérêts lorsque les circonstances l'exigent.*

⇒ La crise exige de construire une société mondiale plus juste et plus équitable.

# Des Bourses fragmentées

Directive européenne MIF au 1er novembre 2007 puis MIF 2 (octobre 2011) : ouvrir la concurrence dans le secteur des places boursières  
⇒ plates-formes alternatives d'achats et ventes de titres financiers.

Enjeu : augmenter la transparence, la concurrence, baisser les coûts de transaction ⇒ le contraire !

# Des échanges non contrôlés

Exemple des dérivés de crédit (CDS) assurant contre la défaillance de l'emprunteur.

Cas des CDS à nue : assurance contre l'incendie de la maison d'un voisin.

⇒ besoin de chambres de compensation se portant garant des échanges

# Histoire de la régulation bancaire

Début en 1974 après la faillite d'une banque allemande, Herstatt.

Réunion des pays occidentaux dans la ville de Bâle en Suisse.

Objectif : définir des règles de prudence pour éviter une autre faillite bancaire.

⇒ Accords de Bâle en 1988.

# Accords de Bâle

Principe : réserve d'argent pour pallier une défaillance potentielle.

Les banques prennent des risques pour financer l'économie (c'est leur métier !) :

- prêt aux entreprises qui ont besoin d'investir
- prêt aux particuliers pour acheter un bien immobilier
- achats de produits sur les marchés financiers

# Accords de Bâle

Si l'entreprise fait faillite ou les marchés chutent, la banque doit pouvoir avoir assez d'argent mis de côté pour faire face à ses pertes.

⇒ Recommandation de 8% en réserve par rapport à l'ensemble de leurs investissements.

# Accords de Bâle

Malgré cette réglementation  $\Rightarrow$  crise.

Problème : les banques sont très liées entre elles (prêts qu'elles se font chaque jour).

Donc si une banque fait faillite  $\Rightarrow$  répercussions sur les autres banques. D'autant plus si la banque est de grande taille : cas de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers le 15 septembre 2008  $\Rightarrow$  *aléa moral*.

# Pistes d'amélioration

Solutions :

- quand surchauffe, mettre plus d'argent en réserve.
- Trading pour compte propre des banques d'affaires : les séparer des banques de dépôts.
- Nuancer la prise en compte de la *valeur de marché* dans la régulation qui entraîne le court-termisme.
- Rôle trop fort donné aux agences de notation depuis 1931 dans la régulation (or la défaillance entre AAA et AA est minime !).

## Partie 3

# DES SOLUTIONS À L'ÉPREUVE DE L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE

- 1 Éviter la faillite d'un État
- 2 Améliorer la transparence
- 3 Retrouver le long-terme

# La faillite d'un État

La faillite d'un État est très différente de celle d'une entreprise : un État ne peut pas être liquidé.

Pour une entreprise, si  $\text{actif} < \text{passif}$  le défaut est clairement identifié :

- actif  $\Rightarrow$  ce que l'entreprise possède : immobilier, stocks, trésorerie
- passif  $\Rightarrow$  ressources de l'entreprise : capital actions, dette en obligations ou crédits bancaires

Un État c'est d'abord un peuple et un territoire  $\Rightarrow$  impossible d'appliquer la logique de l'entreprise.

# La faillite d'un État

Donc un État est souverain de ne pas rembourser sans risque de disparition !

Le risque est seulement de voir baisser l'affluence des capitaux.

# Histoire ancienne des faillites

1307 : Philippe le Bel est le premier à ne pas rembourser ses créanciers, alors les Templiers (arrêtés le vendredi 13 octobre).

Au 19<sup>ème</sup> et 20<sup>ème</sup> siècles, il est recensé près de 250 non-remboursements de dette extérieure.

Dernier défaut de la France en 1788 avant la Révolution.

# Histoire ancienne des faillites

Avant 19<sup>ième</sup> siècle : dépenses militaires très importantes et système fiscal ne touchant pas les privilégiés.

A partir du 19<sup>ième</sup> siècle : augmentation des capitaux et de leur circulation dans le monde.

Dans les années 1820 frénésie spéculative sur les emprunts latino-américains des nouveaux Etats indépendants.

Ainsi un fraudeur MacGregor vend en 1822 un emprunt d'un pays qu'il invente : le Poyais !

Puis krach en Europe en 1825 ⇒ premier krach du capitalisme moderne et défaillances en chaîne d'États.

# Réponses anciennes

A partir du 19<sup>ième</sup> siècle, à chaque fois qu'un État ne veut pas rembourser ⇒ contrôle politique des créanciers :

- le FMI aujourd'hui,
- des organismes franco-britanniques avant.

L'histoire montre une évolution forte pour protéger les créanciers contre les débiteurs, surtout dans le domaine de la dette des États :

- avec le FMI depuis 1944
- et la lutte contre l'inflation avec la BCE aujourd'hui.

# Causes semblables

Problème de concentration de la richesse sur des entreprises ou individus qui ont besoin de débouchés pour leur argent et emballent les marchés.

Similitudes avec les Trente Libérales et les investisseurs institutionnels.

Résumé du mécanisme d'une crise financière :  
rentes  $\Rightarrow$  spéculation  $\Rightarrow$  sur-endettement  $\Rightarrow$  augmentation du déficit des États  $\Rightarrow$  crise et inflation

# Evolution du rôle des banques

Samir Saul (revue *L'Histoire* décembre 2011) :

- avant le risque de défaillance d'un Etat était pris par le public auquel les banques vendaient les emprunts souverains.  
Banques = intermédiaires et risque dilué dans la population (exemples des emprunts russes).
- Aujourd'hui, ce sont les banques et les *instits* qui achètent pour eux-mêmes les emprunts ⇒ si défaillance : risque systémique.

⇒ l'État doit alors aider les emprunteurs comme les créanciers : cela devient trop difficile.

## 3 solutions viables

A la lueur de ces enseignements historiques sur la dette des Etats ⇒  
3 solutions :

- 1 redistribution efficace par les puissances publiques : éducation, investissement dans l'innovation et diversification des compétences.
- 2 épargne locale pour l'endettement (comme le Japon). Montant de la dette française est du niveau des encours en assurance-vie !
- 3 diminuer les risques pris par les banques en les taxant pour faire des réserves dans un cas de risque systémique + éviter de trop grosses banques.

# La transparence

La régulation est imparfaite : il faut en améliorer la transparence. Cette transparence peut également permettre l'avènement d'une société plus responsable.

Regard de Fernand Braudel sur le capitalisme (*La dynamique du capitalisme*, 1985).

# Développement du capitalisme

Le capitalisme s'est développé grâce aux foires et aux Bourses :  
"étage supérieur de l'échange"

*L'économie européenne semble avoir dû son développement plus avancé à la supériorité de ses instruments et de ses institutions : les Bourses et les diverses formes du crédit.*

# Economie de marché et capitalisme

Vie matérielle et au-dessus : économie de marché puis capitalisme.

Jusqu'au 18<sup>ième</sup> siècle, économie de marché et capitalisme  
minoritaires relativement à la vie matérielle.

Deux catégories d'économie de marché :

- A- transparente : avec relation producteur et client claire + intermédiaires peu présents
- B- intermédiaires trop présents, augmentation des prix et baisse de la transparence

B prédomine lorsque l'on s'élève dans la hiérarchie des échanges ⇒  
évolution vers le capitalisme selon Braudel.

# Un mouvement naturel

Aujourd'hui, la mondialisation et le souhait de transparence  $\Rightarrow$  économie de marché A (dans les industries financière, pharmaceutique, agroalimentaire).

Un mouvement naturel nous entraînerait vers une économie-monde plus transparente et vers une économie de marché cassant le capitalisme néfaste.

Éviter la bureaucratisation avec trop de règles, trop de transparence et donc de lourdeur : baisse de la créativité.  
Tout en développant l'expertise.

# Retrouver le long-terme

La grande critique actuelle du capitalisme financier est son court-termisme.

Joseph Shumpeter dans *Le capitalisme peut-il survivre ?* (1947) en donnerait une explication très intéressante.

# Bienfaits du capitalisme

Le capitalisme selon Shumpeter a permis la richesse des plus pauvres car production *en* masse donc production *de* masse.

*L'achèvement capitaliste n'a pas consisté spécifiquement à procurer aux reines davantage de [bas de soie] mais à les mettre à la portée des ouvrières d'usine, en échange de quantités de travail constamment décroissantes.*

Grâce au processus de destruction créatrice.

Le capitalisme rationalise le comportement, les idées et chasse croyances, romantisme et mysticisme. Société rationaliste et antihéroïque.

# Évolution du capitalisme

Le capitalisme est comme le poker qui fait gagner un happy few et tient en haleine le reste des entrepreneurs.

Impulsion et sélection pécuniaire créée est beaucoup plus efficace qu'une répartition juste et équitable.

⇒ externalités positives du capitalisme : les intérêts des uns via l'impulsion peut profiter au bien-être social.

Le capitalisme est toujours dans l'évolution mais devient un "capitalisme d'entreprises géantes".

Raison fin capitalisme : intuition des entrepreneurs est remplacée par le process et la bureaucratisation imposés par les actionnaires.

# Rôle des actionnaires

Actionnariat dilué donc évaporation de la substance matérielle de l'entreprise.

*L'appropriation dématérialisée, défonctionnalisée et absentéiste ne provoque pas et n'impose pas, comme le faisait la propriété vécue de naguère, une allégeance morale. Finalement, il ne restera personne pour se soucier réellement de la défendre - personne à l'intérieur et personne à l'extérieur des enceintes des sociétés géantes.*

Disparition de la classe bourgeoise-entrepreneuse, seule garante du long-terme.

⇒ le chômeur et le politique par exemple ne se préoccupent à raison que du court-terme.

# Solutions

⇒ Renouveler les classes d'entrepreneurs

⇒ Énormes gisements d'innovation :

- l'humain
- l'environnement

# Conclusion

Vivacité des idées pour sortir de la crise.

Économie de marché sociale et solidaire :

- une autre organisation avec les SCOP (Sociétés Coopératives de Production) par exemple :
  - initiatives privées, concurrence et rentabilité,
  - mais aussi coopération, solidarité et auto-gestion.
- concilier entrepreneurs de long-terme et marchés financiers responsables
- retrouver la confiance via la transparence des échanges et casser la dynamique des oligopôles
- puissances publiques plus fortes avec une redistribution via une fiscalité fondée non plus sur le travail, la consommation ou le patrimoine globalement mais sur les comportements