

Dialogue sur les chocs financiers : d'une crise à l'autre

■ En 1929, la crise boursière avait entraîné la crise bancaire, à l'inverse de ce qui s'est produit en 2008.

Dans les années 1930, c'est parce que les établissements de crédit avaient investi considérablement en actions qu'ils n'ont pas pu rembourser leurs déposants lorsque la bourse s'est effondrée, provoquant ainsi un effet domino dans l'économie. On est aujourd'hui placé dans une polarité inversée : c'est une crise de crédit qui s'est reflétée dans les valorisations boursières. Les bourses ont, du reste, parfaitement fonctionné et ont servi de relais fluides de liquidité à des mécanismes devenus visqueux. Ce n'est donc pas une crise de la bourse.

La crise de 1929 a éclaté dans un monde marqué par de grands déséquilibres monétaires, résultant de décisions politiques malencontreuses prises au sortir de la guerre. A l'époque, la nature de l'économie était aussi très différente, avec une prédominance du secteur agricole, et l'économie de marché était moins développée et diffusée qu'aujourd'hui. Les autorités monétaires, prisonnières d'un étalon monétaire métallique, ont formulé une réponse inadéquate à la crise : elles ont restreint le crédit,



*Bruno Colmant,
Docteur en Sciences de Gestion (Solvay-ULB)
Professeur invité à l'UCL, à l'ICHEC et à la
Vlerick Management School (Leuven-Gent)*

croyant ainsi freiner la spéculation et la chute des cours boursiers. Il en résulta un chômage effrayant et, plus grave, une contraction des flux de commerce et de la production industrielle.

■ La réponse de 1929 fut-elle adéquate ?


Au contraire. Il aurait fallu faire exactement l'inverse, à savoir injecter des liquidités dans le système. Il faudra attendre pour cela le *New Deal* de Hoover et Roosevelt. En 2008, il n'y a pas eu d'effet domino au niveau bancaire, c'est-à-dire de chutes bancaires en cascade, ce qui me fait dire que la crise actuelle est moins grave que celle du siècle passé ou, à tout le moins, différente.

Pour bien appréhender la fragilité d'un parallèle avec la crise de 1929, il

faut rappeler que l'indice Dow Jones a été créé en 1896. Constitué à l'origine de douze titres représentatifs de l'économie américaine (il en inclut aujourd'hui trente), l'indice débuta à 41 points. Un premier sommet de 381 points fut atteint le 3 septembre 1929. Ensuite, un effrètement s'amorça. Il prit une tournure inquiétante lorsque, le 28 octobre, l'indice perdit en une séance 38 points (soit 13 %), signalant le début de la Grande Dépression. Le 8 juillet 1932, au plus fort de la crise, le Dow Jones n'en était plus qu'à 41, son niveau de 1896. Il fallut attendre l'après-guerre pour que le marché reprenne du tonus : la barre des 500 fut atteinte en mars 1956, celle des 1.000 en novembre 1972.

■ Contrairement à ce qui s'est produit en 1929, la crise boursière actuelle découle directement de la crise bancaire.

Il faut être très nuancé. Une crise de crédit s'est transformée en crise de confiance et subséquemment en crise bancaire. Il n'y a pas eu de crise des bourses. Celles-ci se limitent à permettre la rencontre des acheteurs et vendeurs. Les cours de bourse ont été accablés, mais les bourses ont parfaitement joué leur rôle.



“ Une crise de crédit s'est transformée en crise de confiance et subséquemment en crise bancaire ”

Le grippage du système bancaire a, en effet, d'abord fait basculer les cours des actions bancaires. Cela a induit un phénomène plus sociologique : la déception de l'épargnant entraîne l'amertume du consommateur. C'est celle-ci qui a fait chuter l'ensemble des valeurs boursières, tous secteurs confondus. La paupérisation des valorisations boursières diminue, en effet, l'épargne des particuliers et des entreprises, qui vont adapter leur consommation à la baisse, contractant ainsi la demande.

Parallèlement, le coût du crédit va peut-être augmenter, restreignant l'investissement. Ceci devra néanmoins être vérifié, car ce n'est pas, dans une perspective académique, une évidence obligée. Par ailleurs, il convient de rappeler que les variations boursières ne correspondent pas aux chutes de l'économie dite réelle. La bourse actualise des évolutions à très long terme que l'économie réelle lisse et adapte dans le temps.

■ C'est le krach de 1929 qui a conduit à la séparation entre banques de dépôts et banques d'investissement aux Etats-Unis. Faudra-t-il suivre ce mouvement en Europe ?

La scission des activités n'est pas, en tant que telle, une solution universelle. Inversement, la diversification d'activités afin de stabiliser les résultats n'est pas non plus une stratégie. Ce qui est essentiel, c'est que l'actionnaire soit informé du niveau de risque qu'il prend. Le manque de transparence conduit à une confusion des genres et donc à des prises de risques excessives. Il n'est pas normal, par exemple, que des dépôts de clients financent outrancièrement des activités de salle de marché. Je crois à la clarification. Elle est un puissant facteur de discipline.

Quand ces différentes activités sont regroupées au sein d'une même institution financière, la diversification est profitable pour tous et répond, de manière indirecte, à l'émission

des risques qui est bénéficiaire aux déposants. Toutefois, on ne connaît pas le risque réel que prend la banque, les activités s'entremêlant sans transparence suffisante : les dépôts des clients financent les activités de la banque d'investissement et le crédit interbancaire finance les crédits aux entreprises.

Je ne pense pas que l'Europe optera pour une séparation forcée entre banques de dépôts et banques d'investissement, mais toutes devront clarifier les options qu'elles choisissent et les risques qu'elles prennent dans leur objet social. Il est fondamental que les établissements de crédit expliquent clairement leur modèle d'entreprise et, surtout, le niveau de risque qu'elles prennent pour compte de leurs déposants et de leurs actionnaires.

En réalité, la crise va astreindre les conseils d'administration des banques à un exercice de précision

et de clarification des modèles d'entreprises : quelles seront les activités mises en œuvre ? Avec quel niveau de risque et quelle notation de crédit correspondante ? C'est un exercice complexe, qui exige un effort de conceptualisation important. Il sera cependant inévitable.

■ L'impact de ces deux krachs sur l'économie est-il différent ?

L'impact des deux crises peut paraître semblable, mais les typologies historiques et économiques sont totalement différentes. Le monde des années 30 était replié dans l'autarcie et l'isolationnisme.

Il ne s'agit bien sûr pas ici d'entreprendre une démarche révisionniste en postulant que la crise de 1929 n'est pas porteuse de leçons. On a justement appris du krach de 1929 ce qu'il ne fallait pas faire, à savoir contracter la liquidité au motif que cela disciplinerait, et même punirait, les acteurs financiers. Contrairement à ce qui fut constaté en 1929, les autorités monétaires ont agi avec célérité et coordination. La qualité et la vitesse de l'information de nos économies sont naturellement des facteurs qui aident à la solution.

Les banques centrales ont démontré le succès d'une politique monétaire proactive. La politique monétaire est l'action par laquelle l'autorité monétaire, en général la banque centrale, agit sur l'offre de monnaie. Les outils de la banque centrale sont l'action sur la liquidité bancaire et le pilotage des taux d'intérêt.

■ Quelle serait la référence historique que vous invoqueriez pour qualifier cette crise ?

Il est toujours périlleux de convoquer l'histoire alors que l'économie explore en permanence l'aléa et réfute les répétitions de scénarios. Mais je choisirais sans conteste les années 1970, encore que, depuis lors, le rôle du pouvoir politique s'est lentement dissous dans l'économie au marché. A l'époque, le système monétaire patiemment construit après la Seconde Guerre mondiale a montré



sa finitude. Nixon a décidé de libérer le dollar de sa convertibilité en or, et la devise américaine allait devenir une monnaie flottante, plombée par une dépréciation structurelle. Les trente années de quiétude planique étaient révolues.

Le choc de modèle fut incompréhensible pour les théoriciens habitués à des agrégats conjoncturels stables. Ils furent confrontés à un phénomène inconnu, et d'ailleurs toujours mal défini : la stagflation, c'est-à-dire une inflation importante conjuguée à un chômage qui devenait structurel. Ils commençaient à peine à entendre parler de Milton Friedman, prix Nobel d'économie en 1976. Pourtant, tous se référaient au modèle keynésien qui, dans sa simplification, recommande à l'Etat de creuser son déficit budgétaire pour relancer la demande.

Les moralistes de l'époque avaient juxtaposé des solutions

conjoncturelles à des glissements structurels. Et aujourd'hui, l'esprit informé ne peut que le regretter, tant les conséquences des années 1970 représentent des occasions manquées. Chez les quadragénaires, ces années renvoient à une insouciance crépusculaire, mais aussi à des aciéries devenues poussiéreuses et désaffectées.

Les années 1970, c'est donc la décennie de la transition, celle de la transformation du secteur manufacturier en une économie de services. Les ingénieurs des usines allaient céder le pas aux financiers. Nos communautés ont vécu une nouvelle transition de modèle, trente ans plus tard : la mutation d'une économie de services vers une économie de la connaissance, des ressources intangibles. Le point focal restant, comme dans les années 1970, la transmission et le traitement de l'information.

“ La bourse est sans doute la seule institution qu'on rejoint avec l'envie du gain et le frisson des pertes, mais qu'on quitte avec le regret de n'avoir pas été assez patient ”

un endettement public de fin du monde et une perte de compétitivité généralisée. Aujourd'hui comme hier, il faudrait peu de choses pour replacer le pays dans une posture économique offensive. A commencer par un message politique combatif destiné à affronter les réalités concurrentielles. Entre le déni et l'accablement, il y a une troisième voie : celle de l'action décisive qui donnera confiance en l'avenir.

■ Etant une construction humaine, la bourse est-elle rationnelle ou, au contraire, irrationnelle ?

Elle est parfaitement rationnelle dans son fonctionnement, mais imprévisible dans son mouvement.

La bourse, c'est le jeu ordonné de millions de libertés d'achat et de vente face à des milliers d'actions concurrentes. C'est une pulsation universelle, un immense mouvement collectif d'adaptation à la diversité mouvante de l'économie. Pour les investisseurs, elle entraîne des images mythiques, car elle polarise les sentiments les plus extrêmes : l'envie et la peur. C'est sans doute la seule institution qu'on rejoint avec l'envie du gain et le frisson des pertes, mais qu'on quitte avec le regret de n'avoir pas été assez patient.

La prédiction des valeurs boursières est tout simplement impossible. Et pour cause : la fonction principale de la bourse est d'explorer l'utilité des biens dans le futur. C'est une machine non pas à remonter, mais à se projeter dans le temps. Cette réalité est irritante pour l'esprit cartésien qui recherche des cycles répétitifs et des schémas prévisibles. Et comme l'incrédulité fait bon ménage avec l'obscurantisme, cela conduit à l'imaginer populaire d'une sphère financière dévoyée, dissociée des vertus rédemptrices de l'économie qualifiée de « réelle ».

Il n'y a cependant pas d'économie réelle, opposable à une économie financière ou virtuelle. C'est avant tout une question d'échelle de temps : d'un côté, des transactions économiques révolues et de l'autre, un marché boursier d'anticipations et d'engagements futurs. Lorsqu'on

analyse froidement leur formation, les cours découlent d'une mécanique élémentaire : ils résultent de la confrontation d'anticipations contraires portant sur un même nombre de titres achetés et vendus. L'acheteur anticipe une hausse de cours, tandis que le vendeur spéculé sur une baisse. Chaque opérateur, par sa contribution à la transaction, anticipe donc une certaine volatilité. Sans volatilité, il n'y aurait tout simplement pas de bourse.

■ Le cours est donc, par essence, éphémère.

Il est, en effet, destiné à être contredit à tout moment, puisqu'il reflète la dernière transaction qui, au moment de sa publication, appartient déjà au passé. Mais il y a plus : le cours n'est valable que pour les acheteurs et les vendeurs effectuant la transaction. Pour les acheteurs et vendeurs potentiels, il ne constitue qu'une indication : ceux-là créeront leur cours au moment de la transaction.

C'est dans cette perspective que la valeur d'une action procède de l'actualisation des dividendes espérés. Cette actualisation s'effectue à un taux dont la modélisation est, elle aussi, impossible puisqu'elle intègre, selon des pondérations inconnues, l'ensemble des anticipations relatives aux marchés financiers et à l'action concernés.

Au reste, la théorie boursière a bien identifié la marche au hasard des actions, dont les cours sont soumis à des oscillations aléatoires. La leçon de la bourse, qu'on peine paradoxalement à se remémorer, est bien là : les marchés n'ont pas de mémoire. Impossible, dès lors, de déceler et encore moins d'anticiper des phénomènes d'exubérance irrationnelle. Le physicien Isaac Newton, qui venait de perdre 20.000 livres sterling dans un placement financier hasardeux, ne trouva à justifier sa perte qu'en affirmant avec mauvaise foi : « *Je peux mesurer le mouvement des corps, mais je ne peux pas mesurer la folie des hommes* ». Il fut effectivement meilleur physicien qu'économiste...

La septième décennie du XX^{ème} siècle restera suspendue entre deux époques. Elle est inaccomplie et presque en apesanteur. Elle ramène à une économie « d'avant », plus tout à fait celle d'après-guerre, mais baignée de couleurs trop ternes pour qu'elles soient modernes. Et finalement, c'est bien le rapport au temps qui s'est irréversiblement modifié dans ces années-là : le temps comme l'économie ne seront plus capitalisés du passé vers le présent, mais actualisés du futur vers le présent.

La leçon à retenir des années 1970 est de ne pas banaliser l'attentisme et la procrastination, car, dans le domaine de l'économie politique, il suffit parfois de peu de temps pour plomber toute une génération. Dans les années 1970-1980, l'indécision politique d'Europe continentale avait conduit, en vrac, à une inflation stratosphérique,