



## 1929-1990-2008 : les leçons des crises passées face à la crise actuelle

par **Pierre-Noël Giraud**

**Pierre-Noël Giraud** est professeur d'économie à l'École des Mines, ParisTech, et à l'Université de Paris-Dauphine. Ses travaux portent sur la globalisation des entreprises et de la finance, et sur le développement durable.

La crise de 1929, la crise japonaise des années 1990, génèrent leurs leçons en politique intérieure. D'abord l'obligation de prendre très au sérieux les menaces de crises systémiques, et les premières mesures à leur opposer : injection de liquidités, pur, du système financier, relance budgétaire... Elles ont aussi leurs leçons en matière de coordination internationale, au premier chef sur les axes possibles de réforme du système financier : liberté de mouvement des capitaux, ou cloisonnement de la finance.

politique étrangère

L'intérêt d'une comparaison entre la crise financière et économique actuelle et la crise mondiale déclenchée en 1929 à Wall Street, ou la crise japonaise des années 1990, réside dans le fait que les politiques économiques d'aujourd'hui sont, pour l'essentiel, issues des leçons tirées de ces deux précédents. Il est pourtant certain que la crise de 2008-2009 est spécifique, au moins par certains aspects qui peuvent s'avérer importants. Ces différences constituent assez naturellement des zones d'ombre pour la politique économique, zones qu'il convient d'identifier pour éviter le travers que l'on prête souvent aux états-majors militaires : commencer une guerre avec les concepts victorieux de la dernière.

On distinguera ici d'entrée deux grands domaines de la politique économique : la politique intérieure et la coordination entre États. C'est dans la première que les leçons les plus fortes ont été retenues, et elles sont dans l'ensemble adaptées à la situation présente. S'agissant de la coordination entre États, les enjeux comme les solutions semblent nettement moins (bien) maîtrisés.

## Les leçons de politique intérieure

Les deux principales leçons de la crise de 1929 ont été tirées dès les années 1930 par John M. Keynes et consolidées par la suite. Premièrement, la reconnaissance de l'instabilité intrinsèque de la finance, due à la difficulté d'ancrer la valeur des actifs financiers dans des valeurs « réelles » et aux comportements mimétiques que cette incertitude engendre. Avoir conscience de cette instabilité implique d'une part de réglementer les marchés financiers et, d'autre part, pour la banque centrale, de traiter rapidement et avec une grande énergie les menaces de crise des liquidités bancaires. Deuxièmement, la reconnaissance des cercles vicieux (crise économique / crise financière) qui s'approfondissent réciproquement, qui a convaincu de la nécessité d'interventions publiques massives sur la sphère réelle, financées par un accroissement de la dette publique.

À la fin de l'année 1989, quand a éclaté le double krach de la bourse et de l'immobilier qui devait plonger le Japon dans plus de 10 ans de stagnation, le gouvernement japonais ne semblait pas avoir bien compris la leçon concernant la nécessité, pour la banque centrale, d'agir très vite et très fort face à la menace d'une crise de liquidités, en donnant aux banques un accès instantané et illimité à la monnaie centrale. En effet, durant l'année 1990, alors que la bourse et l'immobilier s'effondraient, la banque centrale n'a cessé de relever son taux directeur, politique qui avait d'ailleurs déclenché les krachs. Elle a ainsi perdu un temps précieux dans le traitement d'urgence de la crise bancaire qui commençait à se déployer. Une des premières leçons de la crise japonaise fut donc que la crise de liquidités doit être prise très au sérieux, et si possible très en amont.

Mais deux autres leçons ont été tirées de cette crise, en particulier par l'actuel président de la Federal Reserve (FED), Ben Bernanke, qui a étudié de près la question. La première est la pratique de la « détente quantitative », soit l'augmentation rapide de l'actif du bilan de la banque centrale, qui admet en contrepartie de sa création monétaire des créances

### Les leçons des crises précédentes ont été retenues

beaucoup moins sûres et beaucoup plus importantes en volume. La banque centrale se transforme ainsi en prêteur de dernier ressort, non seulement pour les banques mais, à travers elles, pour l'économie tout entière. La seconde leçon est qu'il est inutile, voire néfaste, de différer la purge nécessaire des créances et des titres très surévalués que détiennent les banques. Il faut, au contraire, épurer au plus vite le système financier de son « mistigri » et en profiter pour le restructurer en profondeur, afin qu'il puisse reprendre rapidement son rôle de financement de l'économie. C'est dans ce domaine

que le gouvernement japonais a particulièrement hésité, répugnant à prendre des mesures dont la brutalité capitaliste « anglo-saxonne » rudoyait sa culture.

Cet ensemble de leçons issues tout autant de la crise de 1929 que de la crise japonaise concernent la politique économique intérieure. Elles ont été dans l'ensemble strictement appliquées par les gouvernements dans la crise actuelle. Dans le domaine du traitement de la crise d'illiquidité, on notera tout au plus une hésitation de la Banque centrale européenne (BCE) à baisser ses taux dès l'éclatement de la crise des *subprimes* en août 2007 puisqu'elle les a au contraire augmentés en juillet 2008. En revanche, lors de la paralysie totale du marché interbancaire qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, les banques centrales ont agi de concert avec une rapidité et une efficacité remarquables. La leçon a été, dans ce cas, parfaitement comprise et appliquée.

Cette politique a été assumée et mise en oeuvre d'après la méthode de la Banque centrale japonaise, qui avait réussi à sortir le pays de l'ornière en appliquant la « détente quantitative ». Cette approche conduit cependant, comme on l'a dit, à bouleverser profondément le bilan des banques centrales. Ce dernier a triplé, voire quadruplé, et contient désormais des créances à risques sur l'ensemble de l'économie. La banque centrale devient ainsi porteuse d'une partie des risques de l'économie. Jusqu'où doit-elle continuer dans ce sens ? Combien de temps doit-elle porter ces risques ? On imagine mal qu'il soit considéré comme « démocratique » de la laisser décider souverainement de questions d'une telle importance macro-économique. Certains y voient la fin de l'indépendance des banques centrales. Sur ce plan au moins, une période s'achèverait.

Plus fondamental pour la sortie de crise est le processus de purge du « mistigri » et de restructuration du système financier. Dans ce domaine, il faut reconnaître que le gouvernement américain a quelque peu tergiversé. Entre le sauvetage de Bear Stearns et la faillite de Lehman Brothers, il a incontestablement hésité à mettre en oeuvre un plan drastique de restructuration du système bancaire. En vérité, en mai 2009 ce plan commence à peine à être mis en oeuvre et sa nature profonde reste encore mal connue. Car il s'agit d'une question politique essentielle dans toute crise financière : qui sera l'ultime détenteur du « mistigri », en d'autres termes qui subira des pertes de revenus ? On comprend que les débats fassent rage à ce sujet et que, malgré la conviction qu'il faut aller vite aujourd'hui largement partagée par les experts, les gouvernements piétinent.

Le choix de laisser tomber en faillite Lehman Brothers peut lui-même s'interpréter à la lumière des leçons tirées de la crise japonaise. Le

gouvernement américain a, semble-t-il, voulu signifier brutalement au système financier et à ses actionnaires que la crise ne prendrait pas la même tournure qu'au Japon, c'est-à-dire qu'il n'y aurait pas de socialisation quasi totale des pertes du système financier. Les actionnaires devraient prendre leur part. Beaucoup affirment aujourd'hui que cette entorse au principe du « too big to fail » finira par coûter beaucoup plus cher aux contribuables qu'un sauvetage de Lehman Brothers et de ses actionnaires, même réalisé avec 100 % d'argent public. En particulier dans les institutions financières qui aimeraient que le principe énoncé ci-dessus continue d'être strictement appliqué. Une telle assurance gratuite est toujours bonne à prendre. Quoi qu'il en soit, tous les gouvernements – et pas seulement le gouvernement américain – doivent désormais décider qui va subir une baisse de revenus. L'issue de la crise dépend incontestablement de la rapidité de ces processus, fondamentalement politiques.

Quant aux mesures de relance budgétaire, elles ont été de grande ampleur, en particulier aux États-Unis et en Chine, la fragmentation politique de l'Europe empêchant celle-ci de faire un effort aussi considérable. Notons en passant une caractéristique de la période actuelle : ce comportement de « passager clandestin » adopté par l'Europe (qui bénéficiera en effet de la relance des autres plus que les autres ne bénéficieront de la sienne), et par certains États européens vis-à-vis des autres, n'a heureusement pas engendré de tension internationale ni de mesures de rétorsion, pour le moment...

### **La coordination internationale**

Dans le domaine de la coordination économique internationale, les leçons des deux grandes crises précédentes sont parfois plus difficiles à tirer, et quand bien même elles le sont, elles sont aussi plus difficiles à transposer dans la réalité actuelle.

Les défauts de coordination internationale ont contribué de façon décisive à l'approfondissement et à l'extension de la crise des années 1930 en dehors des États-Unis. Ils ont fait l'objet d'études détaillées et concernent les domaines financier et commercial. Dans la sphère financière, le Gold Exchange Standard contraignait chaque pays à maintenir un taux de change fixe, alors que les mouvements de capitaux étaient libres et importants. Dans de telles conditions, on sait que les politiques économiques doivent généralement être coordonnées et que le « chacun pour soi » plonge tout le monde dans la dépression. Tel a été le déroulement des événements, aggravés par le même type de comportement en matière com-

merciale. Le protectionnisme et la crise elle-même ont fait chuter de près de deux tiers le commerce mondial.

Quant aux défauts de coordination internationale à propos de la crise japonaise, ils ont probablement été moins bien identifiés et médités. On peut en effet considérer que l'origine de la crise japonaise se trouve dans les accords du Louvre de 1987, qui visaient à stopper une chute inquiétante du dollar par une coordination des politiques économiques entre les États-Unis, l'Allemagne et le Japon. En fait de coordination, les États-Unis ont demandé instamment à l'Allemagne et au Japon de relancer leur économie. Pour le Japon, qui s'est aussitôt exécuté, cela s'est traduit par une hausse extrêmement rapide du yen. La Banque centrale du Japon a alors tenté de lutter contre les effets récessifs de cette hausse par une politique monétaire extrêmement laxiste, laquelle a incontestablement alimenté la bulle immobilière et la bulle des actions, qui ont éclaté à la fin de l'année 1989. Probablement en serait-il allé autrement si, au-delà de l'accord du Louvre, une véritable coordination des politiques économiques avait été mise en place, permettant au Japon un ajustement plus progressif. Par ailleurs, les effets internationaux de la politique monétaire de la banque centrale japonaise pendant la stagnation des années 1990 ont sans doute eux aussi été mal mesurés. Elle a conduit à des taux d'emprunts nominaux nuls ou quasi nuls sur les actifs en yens et il n'est pas exclu que ceci ait contribué au maintien d'une situation de liquidités abondantes dans le système financier mondial jusqu'au début des années 2000.

**« Éviter le protectionnisme » : une conclusion réductrice**

Dans ces deux cas, les défauts de coordination interétatique sont à la fois une des causes des crises économiques et financières et un des facteurs explicatifs fondamentaux de leur généralisation et de leur approfondissement. Les leçons qui ont pu en être tirées se réduisent cependant pour l'essentiel à l'adage « Il faut éviter le protectionnisme », qui fait bien sûr partie des conclusions à retenir mais reste très réducteur.

### **La mise en place du G20**

En dehors de la synchronisation remarquable des politiques monétaires dans la phase aiguë de la crise interbancaire, le premier acte issu de la volonté de ne pas répéter les erreurs passées a été la création du G20, et en particulier la réunion des chefs d'État en avril 2009, où fut célébrée l'entrée en politique internationale de Barack Obama. Il fallait à tout prix éviter le fiasco, désespérant pour l'opinion publique, de la conférence monétaire de 1933. C'est ainsi que le G9 a été transformé en G20 à la satisfaction générale, et que le G20 d'avril 2009 a : 1) affiché une cohésion sans faille, 2) assuré

qu'on ne retomberait pas dans les erreurs du passé, et 3) énuméré un certain nombre de résolutions pour réformer le système financier global. L'examen attentif du programme proposé a rapidement révélé sa vraie nature : un simple catalogue de bonnes intentions, sans aucune mesure susceptible de « changer le capitalisme » ou plus modestement de négocier « un nouveau Bretton Woods ». Toutefois, une leçon, au moins, a bien été comprise : rétablir un lien de confiance peut s'avérer suffisant pour résoudre ce type de crise. Les effets d'annonce sont donc très importants.

Cependant, les déclarations des membres du G20 sur leur volonté de s'opposer à tout prix au protectionnisme ne doivent tromper personne. De nos jours, le véritable enjeu ne concerne pas le protectionnisme commercial. L'exercice des nationalismes et le manque de coordination prendront beaucoup plus la forme de désordres au niveau des taux de change et de perturbations des marchés financiers. Il ne suffit donc pas d'affirmer qu'on ne sera pas protectionniste mais de définir les objectifs et d'inventer les formes d'une coopération économique internationale profondément renouvelée. Or le chemin à parcourir est encore long : deux des problèmes les plus importants révélés par la crise actuelle et relevant de la coordination internationale ont fait l'objet d'un traitement très peu convaincant ou ont simplement été ignorés.

### **Contrôler l'instabilité de la finance**

Le premier est la réforme du système financier globalisé<sup>1</sup>. Les mesures envisagées ne sont pour l'instant que cosmétiques. Il s'agit en effet, pour l'essentiel, de réglementer un peu plus et un peu plus largement, sans toutefois préciser les modalités ni les effets attendus quant au problème de fond soulevé par la crise actuelle, à savoir la facilité avec laquelle le risque systémique s'est déclenché et propagé dans la finance globale.

Pour déterminer le niveau auquel devrait intervenir une politique réellement destinée à atténuer ou du moins cantonner l'instabilité intrinsèque de la finance de marché, il est utile de retracer le chemin parcouru en 30 ans par la réforme financière initiée dans les années 1980. Fondamentalement, ces réformes ont consisté d'une part à libéraliser la circulation des capitaux, d'autre part à décroquer l'ensemble des métiers de la finance, engendrant *ipso facto* l'interconnexion de tous les marchés.

---

1. L'objet de cet article n'étant pas d'analyser en détail les propositions débattues dans ce domaine, voir P.-N. Giraud, « Les crises de la finance globale de marché : imprévisibles, nécessaires, inévitables » in J.L. Chambon et J.H. David, *Repenser la planète finance*, Paris, Les Échos/Eyrolles, mai 2009 ; P.-N. Giraud, *Mondialisation, émergences et fragmentations*, Paris, Éditions Sciences Humaines, 2008.

Il est donc clair qu'une réforme qui ne se veut pas superficielle doit analyser ce qu'il conviendrait de faire sur ces deux axes : la liberté de circulation des capitaux et le cloisonnement de la finance. Beaucoup pensent qu'il serait néfaste d'entraver de nouveau les mouvements de capitaux. Les investissements directs étrangers (IDE) – qui supposent la possibilité de flux de capitaux inverses – sont en effet le vecteur fondamental du rattrapage des pays émergents, et après eux des pays pauvres, rattrapage qu'il convient évidemment de favoriser. En conséquence, c'est dans le domaine du cloisonnement de la finance qu'il faut rechercher des solutions originales, si l'on veut atténuer l'instabilité de la sphère financière et en protéger le reste de l'économie. Telle était la position du gouvernement américain dans les années 1930, qui, en tirant une leçon fondamentale de la crise de 1929, avait compris qu'une certaine régulation du système bancaire était nécessaire. Ainsi fut établi, entre autres, le Glass Steagall Act, qui a élevé des pare-feu au sein du système en isolant les banques de dépôt (qualifiées de banques commerciales) des banques d'affaires intervenant sur les marchés et se refinançant uniquement sur le marché monétaire. Il serait certes absurde d'affirmer, sans autre forme d'analyse, qu'il conviendrait de rétablir le Glass Steagall Act ou un de ses clones, mais il est évident que cette question doit être soulevée et des solutions envisagées. En effet, s'agissant de réformer le système financier actuel pour le rendre plus stable sans le priver de sa capacité à faire circuler et à allouer efficacement l'épargne et la monnaie nouvelle, deux grandes voies de réforme s'ouvrent *a priori*.

### Serait-il néfaste d'entraver les mouvements de capitaux ?

#### *Étendre le champ de la réglementation*

La première voie, la seule actuellement examinée, consiste à approfondir et à étendre le champ de la réglementation : réviser la réglementation bancaire en la durcissant, en la précisant et en l'étendant au hors-bilan ; l'élargir à d'autres acteurs susceptibles d'engendrer un risque systémique, tels que certains *hedge funds* et assureurs ainsi que les agences de notation ; et enfin contrôler les flux de capitaux vers les « paradis fiscaux ». Il s'agit là de réglementations dites « micro-prudentielles », qui portent directement sur le comportement des acteurs financiers. On peut se demander si le renforcement aujourd'hui préconisé des réglementations de ce type n'est pas une course perdue d'avance face à l'ampleur de l'innovation financière, qui trouvera toujours à les contourner. Cette voie comporte cependant aussi une interrogation importante sur les moyens d'une réglementation « macro-prudentielle » qui aurait pour objectif essentiel de réguler l'amplitude des effets de levier utilisés par les acteurs financiers, c'est-à-dire de contrôler l'impact du crédit sur la hausse du prix des actifs financiers.



Toutefois, il faut reconnaître que les moyens de cette macro-réglementation restent encore assez difficiles à définir. On convient en général que la seule politique monétaire ne peut suffire, et qu'un deuxième instrument est nécessaire. Mais lequel ? On envisage de demander aux banques de constituer des provisions variables en fonction de la conjoncture. En dehors des problèmes techniques, on se heurte également à une difficulté plus fondamentale, fort bien posée dès la fin des années 1990 par le fameux « dilemme de Greenspan » : pour déclencher une action visant à contrôler l'effet de levier moyen dans l'économie, il faut être certain que cet effet devient trop important, ou au contraire pas assez. Cela revient donc à juger si telle ou telle catégorie d'actifs financiers est sur ou sous-évaluée. Alan Greenspan s'interrogeait sur la légitimité d'une intervention de la politique monétaire pour influencer l'évolution du prix des actifs. Un vaste débat eut lieu, et la quasi-unanimité des experts et des économistes de l'époque conclurent que ce n'était pas souhaitable. Pour deux raisons : la première est que l'État n'est pas nécessairement mieux placé que l'ensemble des investisseurs pour juger si le prix des actifs financiers est sur- ou sous-évalué ; la seconde est qu'une intervention de l'État peut provoquer, en raison d'anticipations auto-réalisatrices, des krachs, ou au contraire amorcer des booms. La question est à nouveau d'une actualité brûlante et les débats en cours n'avancent pas véritablement sur ce point crucial, ou alors très latéralement. Ce qui laisse penser que rien de fondamental ne changera sur ce front.

### *Segmenter la sphère financière*

La seconde voie de réforme possible, aujourd'hui largement ignorée, consisterait à segmenter la sphère financière en trouvant les moyens d'isoler quelque peu la monnaie et le crédit de la collecte de l'épargne et de son investissement en actifs financiers, par des barrières réglementaires portant directement sur leurs interactions. On obtiendrait ainsi une limitation de l'effet de levier – mais par des moyens brutaux –, et un contrôle presque quantitatif de la manière dont le crédit influence, ou non, l'évolution du prix des actifs financiers. C'était l'esprit du Glass Steagall Act. Certaines propositions encore plus radicales ont été faites, bien avant la crise actuelle, comme celles du professeur Maurice Allais. Dès les années 1980, ayant bien compris la pente que prenait la libéralisation financière, M. Allais se scandalisait de l'autorisation donnée aux banques de « jouer à la bourse avec leurs fonds propres et, encore pire, avec la monnaie qu'elles cré[ai]ent pour cela ». Il préconisait une séparation absolue entre la sphère de la monnaie et du crédit et celle de la finance de marché. Il n'est certes pas exclu – et c'est évidemment la ligne de défense de ceux qui sont opposés à un cloisonnement de la finance – qu'une entrave à la fluidité du

système réduise son efficacité. Il n'est cependant pas certain qu'une telle chose se produise, dans deux domaines considérés comme les principaux à l'aune de certains critères normatifs : le financement de l'innovation et le financement d'un niveau « raisonnable » de déficits internationaux. Mais s'il existe, comme c'est probable, un arbitrage efficacité/instabilité, une préférence sociale peut parfaitement s'exprimer pour plus de stabilité, éventuellement au prix de moins d'efficacité. Il s'agit d'un choix politique sur lequel les économistes n'ont pas leur mot à dire.

\*\*\*

Quelles réponses donne-t-on aujourd'hui au dilemme de Greenspan et, s'il faut mettre en place une réglementation macro-prudentielle, quels en seraient les objectifs et les moyens ? Quels seraient les coûts, les avantages et les modalités d'un re-cloisonnement du système financier ? Telles sont les questions pertinentes si l'on veut s'attacher sérieusement à une réforme en profondeur du système financier. Dans les débats publiés par les groupes de travail du G20, ces questions sont éludées ou alors traitées de manière dilatoire. Voilà qui permet d'affirmer au printemps 2009 que si cette tendance se prolonge, la montagne du G20 n'accouchera que d'une souris en matière de réforme du système financier, ce qui ne lui ôte cependant pas le mérite d'exister. C'est naturellement ce que souhaite l'essentiel du système financier actuel. Cela ne veut pas dire qu'il n'entreprendra pas de lui-même un certain nombre de réformes, mais il ne tient pas à ce qu'on les lui impose. La raison profonde de la grande timidité – eu égard aux enjeux – des propositions actuelles de réforme du système financier tient sans doute à une volonté très limitée de coopération intergouvernementale en ce domaine. En témoigne en particulier la question des paradis fiscaux. Un traitement réel de cette question aurait engagé tous les États dans une discipline collective qui seule permettrait une véritable réglementation de l'industrie financière globale. Or deux jours après l'annonce de l'opposition des membres du G20 aux paradis fiscaux, ces derniers avaient disparu ! La « liste noire » de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), celle des pays susceptibles de faire l'objet de sanctions, était vide. Certains des paradis fiscaux européens avérés n'étaient même plus inscrits sur la « liste grise », celle de ceux qui ont encore des efforts à faire ! Autrement dit, le traitement de ce sujet, véritable mise à l'épreuve de la volonté des gouvernements de coopérer entre eux pour changer quelque chose à l'état de la finance globale, s'est transformé en mascarade. Enfin, le problème principal, qui est évidemment, comme en 1930, celui de la coordination des politiques économiques, n'a même pas été abordé.

### Quels coûts et avantages pour le re-cloisonnement de la finance ?

La coordination des politiques économiques entre les États-Unis, l'Europe, le Japon et les grands pays émergents de manière à maîtriser (ce qui ne veut pas dire supprimer) les déséquilibres financiers internationaux et l'évolution des taux de change est en effet, avec l'élaboration d'un cadre réglementaire minimum de la finance, le grand enjeu du moment, si du moins l'on veut créer des conditions empêchant la répétition d'une telle crise.

S'agissant de la coordination internationale, on constate donc que si les leçons des crises précédentes ont été tirées, c'est véritablement *a minima*. Le chantier reste très largement ouvert.



---

## MOTS CLÉS

Crise de 1929  
Crise japonaise  
Crise interne des liquidités  
Crise du système financier