



MARS 2020

UN REBOND POSSIBLE DE LA CRISE FINANCIÈRE ; BIS REPETITA?

Michel FRIED

Ces derniers mois, la tonalité de l'analyse des risques pesant sur les économies développées est passée d'un optimisme prudent à une inquiétude discrète. Les « accidents » apparus depuis deux ans dans la sphère financière, font écho à ceux observés au début de la grande crise de 2008 ; ils remettent en cause l'optimisme dominant concernant la consolidation retrouvée des économies développées ; ainsi une étude récente (2017) de l'OCDE, teste la capacité prédictive des indicateurs avancés de conjoncture pour prédire la crise de 2008 : sa conclusion est que leur bilan est « peu flatteur », et les auteurs de l'étude font leur le jugement de Rudy Dornbusch selon lequel « la crise met beaucoup plus de temps à se matérialiser qu'on le croit, puis elle arrive beaucoup plus vite qu'on l'aurait cru »¹.

L'idéologie dominante n'a pas été favorable à un traitement rapide de la crise. Toutefois certains analystes ont admis que leurs croyances devaient évoluer. Ainsi, un partisan longtemps déterminé de l'orthodoxie néo-libérale comme Lawrence Summers², soutient aujourd'hui une approche moins orthodoxe des politiques économiques, il souligne ainsi « que [les] défis économiques [actuels] peuvent être considérés comme graves, mais pas plus que les chocs pétroliers, la forte inflation ou les crises financières du passé. Ce qui rend les défis actuel plus inquiétants, c'est la baisse de qualité quasi universelle de la capacité à y répondre ». Les incertitudes qui pèsent aujourd'hui sur la capacité des États à définir et mettre en œuvre des politiques capitalisant les enseignements de la crise de 2008 et le peu de

¹ Source « Perspectives économiques de l'OCDE » 2017. Dornbusch est un économiste du MIT qui s'est illustré par ses travaux concernant les crises de change des pays émergents des années 1970. Il explique en particulier l'origine des crises graves par la différence entre le temps de réaction de l'économie réelle et celui des marchés financiers, qui tendent à sur-réagir. Ses travaux l'opposèrent notamment à Milton Friedman, apôtre du néo-libéralisme.

² Larry Summers, « Une inquiétante cécité politique » Le Monde du 29/12/2019. Le point de vue de Summers, qui fut secrétaire d'Etat de Clinton, puis principal conseiller économique d'Obama est significatif, car après avoir préconisé des politiques budgétaires restrictives et une régulation financière plus que modérée (sa condamnation de la régulation des dérivés a été significative), il a changé sa position en 2013, en constatant que, malgré la fin de la récession, le rythme de la reprise américaine restait trop faible et en préconisant un soutien public de la croissance, dans une proportion permettant de retrouver un dynamisme suffisant de la demande domestique. Le faucon libéral est devenu neo-keynésien.

résistance opposées à la volonté des lobbies financiers d'assouplir les régulations économiques définies collectivement dans le cadre des G20 successifs réunis après l'éclatement de la crise de 2008, nécessitent qu'une attention renforcée soit portée à des événements qui pourraient être les prémices d'un rebond de la crise de 2008³.

La crise de 2008 est une crise résultant d'une transformation profonde, entamée dans les années 1980, du régime de croissance des économies développées. Ce nouveau modèle de croissance n'est pas stable, et il conduit à des crises financières qui sont la manifestation des limites inhérentes à ce régime. L'un des défis de la période qui s'est ouverte après la crise de 2008, a été de parvenir à construire des modes de régulation capables de contrebalancer ces limites. L'objet de ce papier est de montrer que les réformes entreprises depuis douze ans ne permettent pas de considérer que les risques de crises financières ont été éradiqués, en sorte que l'apparition de risques, non abordés ici, ne provenant pas de la sphère de l'économie, tels que les risques de guerre provoqués par les problèmes politiques du Moyen Orient, ou les conséquences d'une épidémie mondiale comme celle du coronavirus sont des facteurs spectaculaires qui, en accroissant l'instabilité du régime de croissance, renforcent la nécessité de sa réforme.

La présente note, rappellera quelques événements significatifs, précurseurs de la grande crise de 2008, puis décrira l'apparition, dans la période actuelle, d'événements de nature voisine, qui font craindre à la possibilité d'une nouvelle crise. Dans une seconde partie, les caractéristiques du mode de croissance actuel des économies avancées seront décrites brièvement, dans la mesure où elles sont susceptibles d'alimenter la perception d'un possible retour d'une crise financière majeure et enfin, dans une troisième partie, quelques limites des dispositifs prudentiels qui pèsent actuellement sur les régulations financières des banques et des intermédiaires non bancaires seront évoquées.

³ Sur ce détricotage : Michel Fried « les enjeux d'une réorientation vers les marchés des systèmes financiers européens » Cahier Lasaire n°51, septembre 2019.

SOMMAIRE

1- LA RÉAPPARITION D'ÉVÉNEMENTS DE NATURE VOISINE DE CEUX QUI ONT ANNONCÉ LA CRISE DE 2008

1-1 Les événements précurseurs de la crise de 2008

- Les fermetures de fonds d'investissement
- Les banques européennes face à une pénurie de dollars

1-2 Les événements actuels, échos possibles de ceux de 2018

- Le secteur des fonds d'investissement
- *les tensions sur les financements en Dollars*

2- LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DU MODE DE CROISSANCE ACTUEL, À L'ORIGINE D'UNE FUTURE CRISE

2-1 Un ralentissement structurel de la croissance

2-2 L'instauration d'un régime de stagnation séculaire et la définition de politiques économiques

2-3 Les fragilités persistantes des systèmes financiers rendent complexe le sevrage des taux bas

2-4 Les risques provenant des acteurs de l'économie réelle

3- DEUX LIMITES DES DISPOSITIFS PRUDENTIELS

3-1 Les pratiques d'habillage des bilans bancaires

3-2 Les pressions pour alléger les contraintes de la régulation

CONCLUSION

1- LA RÉAPPARITION D'ÉVÉNEMENTS DE NATURE VOISINE DE CEUX QUI ONT ANNONCÉ LA CRISE DE 2018

1.1 Les événements précurseurs de la crise de 2008

Les décisions de fermeture des fonds d'investissement européens et le blocage des marchés interbancaires européens ont été deux signaux importants, annonciateurs du fait que la crise des subprimes américains n'était pas qu'un épisode de portée limitée résultant de la mauvaise appréciation par les banques américaines des risques pesant sur leurs crédits immobiliers, alors que les banques européennes, plus prudentes, n'étaient que peu concernées. Cette sous-estimation des risques de contagion des difficultés du système financier américain sera rapidement mise en défaut par la rapidité surprenante de la mondialisation de la crise.

➤ *Les fermetures de fonds d'investissement européens*

Le début de la crise financière est en général acté au 14 septembre 2008, date de la mise en faillite de Lehman Brothers, importante banque d'affaires américaine. Cette décision résulte de la découverte d'une possible défaillance de la stabilité de l'ensemble des systèmes financiers mondiaux, qui rendait nécessaire de sauvetage des établissements systémiques en difficulté : les régulateurs ont dû remettre en question leur thèse selon laquelle le sauvetage d'un établissement financier était en général contre-productif, car elle conduisait à valider ex post des pratiques de gestion dangereuses ; la règle du « *too big to fail* » s'impose alors aux régulateurs et aux Etats qui vont devoir soutenir leurs banques et leur imposer, au niveau international, un programme de réformes prudentielles plus contraignant.

Dès la mi-2007, les premiers craquements des systèmes financiers sont apparus : le 10 juillet, l'agence de notation Moody's avait dégradé près de 400 titres financiers reposant sur les subprimes, puis, le 17 juillet, la banque d'investissement Bear Stearns annonçait que les actifs de deux de ses fonds d'investissement avaient perdu 90% de leur valeur suite à la déroute du marché des subprimes⁴. Le sentiment général était que le système financier américain était gravement affecté, mais que les conséquences pour les autres systèmes financiers seraient minimales. Les premiers doutes sur la pertinence de cette analyse apparaîtront lorsque, le 9 août 2007, la BNP annoncera à son tour la fermeture de trois de ses fonds d'investissement, révélant ainsi l'importance des interconnexions entre les marchés financiers américains et européens et mettant en cause la gestion de l'une des plus grandes banques commerciales européennes. Le communiqué de presse alors publié par la BNP explicite les limites de son

⁴ Rappelons brièvement que la titrisation d'un actif financier (crédit ou autre) est une technique de réorganisation des bilans permettant de transformer des actifs peu liquides en titres liquides. Pour ce faire, les actifs de mauvaise qualité, notamment les crédits immobiliers classés « subprimes, par opposition aux crédits primes, sont cédés et donc sortis des bilans et acquis par des véhicules ad hoc, les SIV (*Structured Investment Vehicle*), parrainés par les banques ; les SIV, vont émettre, en contrepartie des crédits subprimes de qualités diverses figurant dans leurs actifs, des titres dénommés ABS (*Asset Backed Securities*), qui, du fait de la structuration en paquets, bénéficieront d'une excellente notation leur permettant de servir de collatéraux pour accéder au refinancement des banques centrales. Cette technique de structuration des créances en paquet fait donc disparaître de l'univers des comptabilités bancaires les mauvais risques ; toutefois les SIV eux-mêmes restent fragiles, car, en général, ils sont financés à court terme par les banques parraines, alors que leurs engagements sont à long terme, ce qui les rend fragiles et obligera les banques émettrices à les soutenir en cas de difficulté pour préserver leur réputation.

appréciation de la situation : « La disparition de toutes transactions sur certains des segments du marché de la titrisation aux États Unis conduit à une illiquidité quasi-totale des actifs figurant dans le portefeuille des fonds, quels que soient leur qualité et leur rating »

En soulignant que la cause du problème provenait des comportements de crédit hasardeux (les subprimes) des seules banques américaines, la BNP omet de rappeler que, comme les gérants des fonds qu'elle parrainait, comme les agences de notation et comme les régulateurs nationaux, elle pensait que la titrisation permettait d'escamoter les risques de contrepartie pesant sur des crédits à risque. Banques et fonds d'investissement ne retenaient des opérations de titrisation que deux avantages essentiels : d'une part, la possibilité de doper les rendements de leurs actifs et, d'autre part, le fait que ces actifs, tant qu'ils restaient bien notés, permettaient à leurs détenteurs de se refinancer aisément et à bon compte sur les marchés ou auprès des banques centrales.

La FED, au même moment, fera une ultime tentative pour contenir la contagion de la crise américaine en tentant de sauver les deux établissements semi-publics, Fanny Mae et Freddie Mac qui, au lieu de remplir leur mission de garantir la sécurité du marché des subprimes, ont investi massivement dans les actifs à risques résultant de leur titrisation⁵. L'échec de cette tentative et les difficultés de plus en plus manifestes de nombre de grandes banques ont contraint la FED et les gouvernements à agir conformément à la doctrine en oeuvre qui se bornait à leur demander de trouver un repreneur privé et, si cela s'avérait impossible, de déclarer en faillite l'établissement en difficulté. C'est au nom de cette doctrine que Lehman Brothers n'a pas été sauvée, et cela presque au moment où, constatant l'ampleur des risques, la FED et le gouvernement américain, changeaient de doctrine et décidaient d'agir pour éviter la faillite de l'assureur américain AIG (American International Group) dont les conséquences menaçaient de provoquer une crise financière dont les effets auraient été démultipliés par les connexions croisées des systèmes financiers (encadré 1 ci-après).

⁵ La FED avait décidé, le 7 septembre 2008, de racheter ou de garantir les créances hypothécaires, bases de la pyramide des subprimes titrisés qui plombaient les comptes des deux institutions financières semi-publique Fanny Mae et Freddie Mac. Cette décision avait rassuré les établissements financiers européens, car la FED n'avait pas révélé l'importance des investissements sur ces créances réalisés par les banques européennes (évalués ultérieurement à environ 800 Md\$). La FED, en protégeant les banques européennes, validait la thèse selon laquelle elle s'était donné un objectif officieux, celui de contenir la contagion provoquée par le défaut des subprimes, non seulement aux États Unis, mais aussi en Europe, ce qui en retour amplifierait les difficultés du système financier américain. Comme on le verra plus loin, cet objectif non affiché, sera une des raisons de l'acceptation par la FED d'un rôle de prêteur en dernier ressort du système financier mondial

Le sauvetage d'AIG, un tournant de la gestion de la crise de 2008

La défaillance d'AIG (American International Group), première société d'assurance mondiale n'a pas été provoquée par les pertes concernant ses activités d'assurance, mais par les pertes massives de sa filiale financière AIG Financial Products ; celle-ci, qui bénéficiait de la notation AAA de sa maison mère avait massivement investi dans des produits financiers adossés à des crédits immobiliers titrisés, sans couvrir ses risques. Les pertes d'AIG au troisième trimestre 2008 atteignirent 25 Md\$ mettant en cause le rating du groupe et, en conséquence, sa capacité à faire face à ses engagements financiers. Faute de pouvoir vendre les actifs du groupe, la FED a consenti un prêt de 85 Md\$ au groupe et le 16 septembre 2009 le gouvernement américain a pris le contrôle de 79,9% de son capital. La mobilisation de près de 180 Md\$ d'aide publique sur un groupe fortement internationalisé souleva un débat virulent portant sur la légalité du prêt de la FED au regard de son statut, et sur la légitimité d'un financement public qui bénéficiait aux créanciers de l'assureur. En fait, la contestation des modalités du sauvetage d'AIG était sous-tendue par deux critiques : d'une part, l'abandon du mode libéral de gestion des défaillances financières reposant sur la vente des actifs de l'établissement et, si nécessaire, sur sa reprise par ses concurrents, et, d'autre part, l'anomalie du soutien par des aides publiques américaines d'établissements financiers en majorité européens et concurrents des banques américaines. Les deux critiques renvoyaient en fait à l'appréciation des conséquences, systémiques ou non, du défaut d'AIG, et à l'effet de retour sur les banques américaines de la contamination des systèmes financiers étrangers, européens en particulier. Cet effet était redouté par les autorités américaines, qui n'ont accepté de rendre public la liste des établissements bénéficiaires du sauvetage de AIG que sur l'injonction du Congrès, révélant que la Société Générale et la Deutsche Bank avaient été les deux principales bénéficiaires (avec Goldman Sachs) du sauvetage de AIG (la banque allemande a ainsi pu se faire rembourser par l'assureur américain 12 Md\$ de titres et la banque française près de 9 Md\$). La publication, imposée à la FED, de la liste des établissements bénéficiaires du sauvetage d'AIG aurait été une révélation pour les régulateurs non américains, qui en général avaient sous-estimé les interconnexions entre les systèmes financiers nationaux et donc les risques résultant des subprimes américains.

➤ *Les banques européennes confrontées à une pénurie de dollars au début de la grande crise*

Si les banques centrales ont la possibilité d'injecter des liquidités dans les économies par le canal des banques commerciales, cette possibilité est réduite pour les liquidités en devises, qui occupent peu de place dans leurs bilans. L'hypothèse d'une pénurie des financements en devises, en dollars en particulier, était jugée peu vraisemblable par le monde de la finance et des macroéconomistes ; l'idée d'une pénurie de dollars était inconcevable pour les premiers qui, examinant le résultat des adjudications de financement en dollars réalisées par la BCE, constataient que l'offre de dollars de la banque centrale était, fin 2007, de trois à quatre fois supérieure au montant de la demande et pour les seconds qui, pensaient que l'excédent de la

balance commerciale de la zone euro avec les Etats Unis, mettait la zone à l'abri d'une pénurie de dollars.

En fait, dès les prémices de la crise, le dollar va monter, propulsé par la demande des banques européennes qui avaient massivement accumulé des engagements en dollars, en investissant notamment dans les produits de titrisation américains ; les adjudications de la BCE et de la BoE (Bank of England) ne permettant pas de satisfaire à la demande résultant des engagements libellés en dollars⁶. En fait les analyses du marché interbancaire étaient erronées car les besoins de financements en devises des banques étaient évalués au travers du solde des actifs et passifs libellés en dollars, alors qu'en raison de l'opacité des comptabilités bancaires, les établissements européens étaient traités comme des établissements risqués, du fait de l'incertitude affectant la valorisation comptable de leurs actifs ; dans ces conditions, une partie des banque refusait les opérations impliquant un risque de contrepartie. Dès lors, faute de pouvoir adosser leurs actifs et leurs passifs, chaque établissement sur les marchés interbancaires devait régler l'intégralité de ses passifs en dollars : la solvabilité comptable n'avait plus de rapport avec la solvabilité exigée par les marchés.

En octobre 2008, le Président de la FED, Tim Geithner, avait tenté d'alerter les banques non américaines, et surtout leurs régulateurs, sur les risques qui pesaient sur les établissements non-américains, en déclarant que « [les Européens] ont laissé prendre [à leur systèmes bancaires] des proportions colossales par rapport aux PIB, comportant des déséquilibres spectaculaires entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs, et cela en refusant de prévoir la disponibilité des liquidités nécessaires à leurs banques ». Les banques centrales et les gouvernements européens refusèrent de tenir compte de cette mise en garde, considérant que la pénurie de dollar était le problème des Etats Unis⁷. Pour sa part, la FED, qui craignait pourtant la mondialisation de la crise, déclarait que son statut ne lui permettait pas de fournir aux banques européennes, les liquidités en dollars que ni les banques centrales, ni le marché interbancaire n'était en mesure de fournir. Finalement, en décembre 2007, devant l'ampleur des risques pesant sur les systèmes financiers, la FED accepta de fournir à quelques banques centrales locales, dont la BCE, les liquidités en dollars qui leur faisaient défaut, à charge pour elles de refinancer leurs banques ; en 2008, après plusieurs élargissement, 14 banques centrales signaient des accords de *swap* avec la FED, sans limitation des montants ; à elle seule, la BCE recevra la moitié des *swaps* en dollars

Dans un monde où le dollar reste la monnaie dominante, on assiste donc à la constitution de facto d'un réseau de banques centrales, sans normes de fonctionnement explicites, dirigé par la FED, « ouvrant la voie à une gouvernance formellement dépolitisée, ... mettant sous pression les règles politiques du multilatéralisme classique »⁸.

⁶ Fin 2007, selon la BRI, les liquidités en dollars de la BCE ne dépassaient pas 200 Md\$ et celles de la BoE 10 Md\$

⁷ Ainsi, le président français Nicolas Sarkozy déclarait en octobre 2008 « Je pars demain à Washington (lieu de réunion du G20) pour expliquer que le dollar, qui, au lendemain de la seconde guerre mondiale à Bretton Woods était la seule monnaie du monde, ne peut plus prétendre [aujourd'hui] être la seule monnaie du monde » La crise de 2008 montrera que non seulement le dollar est resté la seule monnaie mondiale, mais aussi que la banque centrale américaine est devenue le prêteur en dernier ressort des systèmes financiers mondiaux.

⁸ Cf Jérôme Sgart, « Crise financière et avenir du multilatéralisme classique » L'auteur souligne combien ce réseau se différencie de la seule institution internationale qui aurait eu vocation à remplir un rôle de prêteur en dernier ressort, le FMI ; ce dernier, tenu par un ensemble de règles strictes et explicites, ne pouvait apporter ses aides qu'en contrepartie de conditionnalités contraignantes, et qui plus est sans avoir les moyens d'intervention

La crise des marchés interbancaires a rebondi dans la zone euro avec ce qu'il est convenu d'appeler la crise de la dette souveraine. Cette crise apparaît à la mi 2011, lorsque la BCE décide de façon surprenante d'augmenter ses taux d'intérêt, puis d'introduire des décotes différenciées sur les montants des obligations bancaires utilisées en garantie des *REPOS* (voir Note 11 page suivante); cette décision entraîna un mouvement de méfiance sur les titres souverains émis par les pays périphériques de la zone euro, entraînant un recul estimé à 45% de la demande de titres des fonds monétaires américains et des fonds de gestion, institutions qui contribuaient de façon importante à l'équilibre du marché interbancaire. Cette décision suscita une véritable panique et la baisse de la notation des émissions souveraines des pays jugés les plus risqués de la zone euro. Il faudra attendre que la BCE se décide, en octobre 2011, à refinancer à long terme (trois ans) les banques de la zone euro, pour que les tensions sur le marché des financements interbancaire se réduisent.

1.2 Les événements actuels, précurseurs possibles d'une crise analogue à celle de 2008

Des symptômes de crise du système financier, assez analogues à ceux constatés au début de la crise de 2008 se manifestent à nouveau actuellement. Les dispositifs d'amélioration de la résilience des banques commerciales et des intermédiaires financiers non bancaires, décidés alors collectivement par les grands pays dans le cadre des G20, sont aujourd'hui vivement contestés⁹. On présentera ci après deux exemples inquiétant du retour des difficultés évoquées dans la section précédente.

➤ *Le secteur des fonds d'investissement*

Comme en 2007-2008, certains des fonds d'investissement ouverts ont investi dans des actifs illiquides (c'est à dire difficiles à vendre) sans constituer une trésorerie suffisante pour faire face à des demandes importantes de retraits des porteurs de parts. En conséquence, pour financer les retraits, elles ont dû brader leurs actifs et supporter des pertes importantes. Certains des fonds spéculatifs gérés par *H20 Asset Management*, filiale britannique (à 50%) de Natixis, ont été confrontés à cette situation.

Cette crise a pour origine un article du Financial Times dénonçant le poids des actifs illiquides (obligations à haut rendement) dans les fonds gérés par H20 et commercialisés par Natixis. Suite à cet article, la notation de ces fonds a été suspendue, amplifiant les demandes de retrait des investisseurs (évaluées à 1 Md€ par l'agence Bloomberg) dans quatre des fonds commercialisés par Natixis, provoquant, le 20 juin 2019, une baisse de 11,6%.de son cours de Bourse.

Cet accident est d'autant plus significatif qu'il se produit alors que la gestion des fonds venait d'être sécurisée par la mise en œuvre d'une nouvelle version de la directive européenne dite UCITS 5 (*Undertaking for Collect Investments Transferable Securities*) qui les régit. Cette directive, pour limiter le risque de panique, plafonne à 10% la part des actifs illiquides

de ce réseau de banques centrales (les concours du FMI d'août 2008 à janvier 2009 n'ont pas dépassé 14,8 Md\$ alors que de novembre 2008 à janvier 2009, les swaps figurant au bilan de la FED étaient de 500 md\$)

⁹ Le document cité dans la note 2 retrace les deux périodes de la gestion de la crise de 2008 : une phase de reconstruction d'un système financier plus résilient suivie d'une phase de remise en cause de la régulation nouvelle, avant même qu'elle ait été totalement mise en œuvre.

détenus par le fonds ; toutefois, dans le cas où le respect de cette clause protectrice ne permettrait pas d'éviter la panique des porteurs de parts, cette disposition, au contraire, rendrait la tâche des gestionnaires plus difficile¹⁰. C'est pourquoi certains régulateurs nationaux ont donné aux gestionnaires la faculté d'ajourner la satisfaction des demandes de retrait dans l'attente d'un retour à meilleure fortune, mesure préférable, bien qu'elle ne soit pas toujours bien accueillie par les porteurs de parts.

Cet incident qui concernait le quatrième groupe bancaire français, la BPCE, est une illustration de la persistance de risques qui, bien que clairement identifiés, notamment par les grandes institutions internationales, sont mal encadrés par les normes de régulation en vigueur. Ainsi la BRI, souligne dans son rapport de 2018 que « les évolutions structurelles de la prestation de service de liquidité [offerte par les fonds d'investissement dits ouverts] ne se reflètent pas forcément dans les mesures classiques de liquidité des marchés, masquant ainsi les risques inhérents à la détention d'actifs susceptibles de se révéler peu liquides ».

La concentration croissante du secteur des fonds d'investissement, comme celui des fonds d'assurance, conduit à des comportements d'investissements de plus en plus uniformes, qui sont à l'origine, notamment en cas de variation des taux d'intérêt, de fluctuations de plus en plus amples de la valorisation des titres financiers, bouleversant le rendement des titres, et l'équilibre des bilans.

➤ *Le marché interbancaire américain bloqué par la crise des REPOS¹¹*

Le 17 septembre 2019, le marché interbancaire américain se bloque et la FED est contrainte d'y injecter massivement des liquidités pour contenir l'envolée *du taux des repos* ; celui-ci a été multiplié par cinq, en quelques jours, passant de 2% à près de 10%. Les causes de cet accident font débat : pour certains, il ne s'agit que d'une mauvaise gestion par l'État des échéances fiscales qui coïncidaient avec une importante émission d'obligations publiques. D'autres, dont la BRI, jugent que le problème est plus sérieux, car, à la suite de la concentration des banques depuis 2008, l'offre de liquidités sur le marché interbancaire est le fait d'un nombre restreint d'établissements qui désormais arbitrent entre le placement de leurs excès de liquidité sur le marché interbancaire ou en titres publics ; or l'achat de titres publics étant devenu plus rémunérateur que le *marché des repos*, elles tendent à délaisser de plus en plus ce marché, obligeant la FED à intervenir massivement pour compenser l'insuffisance de l'offre de liquidité. Toutefois les avis sont partagés sur la nature de ce déséquilibre : pour

¹⁰ En effet au début de la vague de demande de remboursements, le gestionnaire est incité à vendre ses actifs les plus liquides, ce qui accroît mécaniquement le poids des actifs illiquides et rend plus difficile, voire impossible le respect du plafond d'investissement ... sauf à changer son mode de comptabilisation, ce qu'a fait H20, qui a abandonné leur comptabilisation en valeur de marché pour une comptabilisation en « valeur de cession immédiate ».

¹¹ Les *repos* (« *Sales and Repurchase Agreement*, ou en français, « *pensions livrées* ») sont une modalité de financement couramment utilisée sur les marchés interbancaires qui, en France, a remplacé les *rémerés*, qui étaient une vente d'actifs accompagnée d'une faculté de rachat, et non d'une cession en toute propriété comme dans le cas des *repos*. Un *repo* comprend donc deux transactions symétriques qui se succèdent en général en quelques jours : une cession au comptant de la propriété d'actifs financiers négociables, suivie, au terme fixé par les parties de l'accord, d'un rachat de ces actifs à un coût négocié, intégrant le coût du prêt implicite. Les vendeurs d'actifs sont donc à la recherche de financements, en général à très court terme, destinés à satisfaire un besoin provisoire de liquidités ou à restructurer leur bilan avant une échéance importante.

certain il est devenu structurel, ce que conteste la FED qui affirme qu'il est provisoire, bien qu'elle ait préféré ne pas fixer de limites de durée à ses interventions...

Cette crise des *repos* n'est pas sans rappeler les effets de la pénurie de dollars des banques européennes, qui avait provoqué de graves tensions sur les marchés interbancaires européens. La liquidité bancaire est désormais devenue un objet de préoccupation comme le montre le renforcement des exigences de liquidité à court et long terme imposées par Bâle 3 à compter de 2018 ou 2019, au moment où les marchés européens des *repos* présentaient des signes de tension entraînant le renforcement des garanties sur les marchés interbancaires ; ce contexte incitait donc les banques à se détourner quelque peu des financements de marché et à privilégier les refinancements de la BCE.

La persistance des risques sur les financements en dollars des banques européennes

Les banques européennes manifestent des symptômes de fragilité aujourd'hui probablement plus importants que ceux qui affectent les banques américaines qui se sont plus fortement concentrées que leurs homologues européennes en réponse à la crise de 2008. La publication par la BCE, en 2019 des résultats jugés favorables aux tests de résistance à une crise des liquidités¹² des 103 grandes banques semblait infirmer ce constat. Toutefois, le FMI, dans une étude publiée dès juin 2018¹³, avait dénoncé les limites du ratio de liquidité à court terme, tel que défini par Bâle 3 ; ce ratio, qui évalue la capacité des banques à mobiliser des actifs liquides pour faire face à des sorties de capitaux à court terme, est certes bien respecté sur une base consolidée comme l'exige Bâle 3, mais, calculé sur les bilans internationaux en dollars, il montre que la situation des banques est globalement moins aisée, notamment celle des grandes banques françaises et allemandes dont la dépendance à l'égard des marchés de financement en dollars est jugée « préoccupante » par le FMI. Le risque d'une crise de liquidité voisine de celle de 2008 ne saurait donc être totalement écarté, comme le confirme le dernier rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde qui conclut que « si la réglementation consécutive à la crise a amélioré la résilience des secteurs bancaires, à bien des égards ses mécanismes demeurent une source de vulnérabilité pour le système financier mondial »

2-LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DU MODE ACTUEL DE CROISSANCE, CAUSES POSSIBLES D'UNE NOUVELLE CRISE FINANCIÈRE

2.1 Un ralentissement structurel de la croissance des économies réelles ?

L'incapacité des pays développés à retrouver durablement les niveaux de croissance et de productivité à moyen-long terme constatés avant 2008 est la caractéristique la plus frappante et la plus durable de la conjoncture des pays développés depuis la récession de 2009 (recul du

¹² La moitié des banques testées ont été déclarées capables de survivre 6 mois en cas de crise de liquidité et 4 mois dans un scénario de crise » « extrême ».

¹³ John Caparusso et alii « déséquilibre du financement en dollars des banques »12/06/2018

PIB de 3,4% pour les pays de l'OCDE, de 4,5% dans la zone euro, de 4,2% au Royaume Uni et de 2,5% aux Etats Unis). Plusieurs thèses sont avancées pour rendre compte de ce constat :

- La thèse selon laquelle le ralentissement des gains de productivité depuis la crise de 2008 résulte, au moins partiellement, de l'insuffisance des investissements des entreprises, qui ne permettent plus de préserver l'efficacité du capital (machines et entreprises), et de la main d'œuvre (pertes de qualification, apparition d'un chômage structurel massif, etc...).
- La thèse de l'épuisement des effets favorables de la révolution technologique en cours sur les gains de productivité, développée par Robert Gordon, montre, à partir du cas américain, qu'à la différence des deux grandes révolutions technologiques antérieures, la révolution numérique en cours actuellement n'a eu d'effets favorables sur la croissance, que durant une période limitée, entre 1996 et 2004.
- une version plus subtile et plus ambiguë du rôle du progrès technique, part du constat que le ralentissement des gains de productivité affecte toutes les entreprises, à l'exception de celles qui, situées à la « frontière de productivité », comblent leur retard¹⁴. Ses auteurs défendent donc l'idée d'une convergence tendancielle des gains de productivité : dès que les entreprises suiveuses auront comblé leur retard, la croissance globale des gains de productivité ne résulterait que du rythme de pénétration des technologies les plus innovantes. Cette analyse débouche donc sur une explication des gains de productivité par les innovations technologiques, mais ils estiment que ces gains potentiels ne se concrétisent qu'en fonction de la capacité des économies à flécher avec efficacité le capital nécessaire vers les entreprises qui seront les plus prometteuses. Cette thèse avancée avec précaution par Gilbert Cette et alii, conserve donc l'idée d'une révolution technologique en cours, mais considère que ses retombées favorables seraient masquées par l'inefficacité des mécanismes d'allocation du capital ; elle contredit finalement la thèse de Gordon sur l'épuisement des effets favorables de la révolution technologique en cours.
- Flora Bellone, sans contester l'explication d'un ralentissement des gains de productivité par l'inefficience de l'allocation du capital, considère que les travaux sur ce sujet peinent à en déterminer les causes ; elle observe cependant le ralentissement des gains de productivité se constate aussi bien dans les économies dont les marchés du travail sont restés rigides que dans ceux où ils sont beaucoup plus libéralisés. Cette critique de Flora Belloni semble fondée. L'explication des causes de l'accroissement de l'inefficience allocative de la période actuelle nous semble surtout devoir être recherchée dans le constat qu'une grande partie des réallocations du capital sont le fruit d'opérations réalisées par des acteurs, banques, marchés et entreprises cotées, contraints de façon croissante à se fixer des objectifs accessibles à court terme¹⁵ ;

¹⁴ Voir Gilbert Cette, Simon Corde et Rémy Lecat « Stagnation de la productivité en France, héritage de la crise ou ralentissement structurel » Economie et statistiques 2017, n° 494-496 et Flora Bellone « ralentissement de la productivité et perte d'efficacité de l'allocation des ressources, un mal français », même source.

¹⁵ Voir Michel Fried note 2. Ce texte retrace notamment la transformation du business modèle des banques et le développement de la logique court-termiste impulsée par le poids croissant des marchés et donne quelques éléments sur la croissance des entreprises zombies. Cette thèse peut être interprétée soit comme la conséquence de la mutation des systèmes financiers, soit comme la conséquence de l'inachèvement des réformes libérales qui bloquent le bon fonctionnement des processus de destruction créatrice à la Schumpeter.

cette explication semble confirmée par l'étude même de Gilbert Cette qui indique que les entreprises de la frontière ne mettent en moyenne que trois ans pour rattraper leurs concurrentes plus productives. La thèse des effets défavorables de la prégnance croissante des logiques court-termistes est renforcée par l'abandon par les gouvernements de la mise en œuvre de politiques industrielles ambitieuses capables de contenir l'emprise court-termiste imposée par les marchés.

Ces explications de l'instauration d'un régime durable de productivité et de croissance faibles ne s'excluent pas mutuellement de façon radicale. L'explication de l'atonie de la croissance et de la faiblesse des gains de productivité sont au moins autant la conséquence des caractéristiques structurelles du régime de croissance que des caractéristiques des innovations technologiques.

2-2 Les conséquences de l'instauration d'un régime de stagnation séculaire sur la définition des politiques économiques

En novembre 2013, lors d'une conférence organisée par le FMI, Larry Summers s'est montré particulièrement pessimiste sur les possibilités de retrouver les rythmes de croissance d'avant crise, et il a suggéré que les pays développés étaient entrés dans une logique de « stagnation séculaire »¹⁶ qui pourrait durer plusieurs décennies. Il explique qu'une telle situation se produit lorsque le niveau de l'épargne ex ante est trop élevé, et celui de l'investissement trop faible.

En principe, dans cette situation, il incombe à la banque centrale de baisser ses taux directeurs, déterminants essentiels des comportements d'épargne et d'investissement, et lorsque ces taux butent sur la barrière des taux nuls voire négatifs, de compléter leur action par des achats de titres financiers (*quantitative easing*). Dans la conjoncture actuelle, cette politique n'a pas été efficace car les liquidités ainsi injectées massivement dans des économies en faible croissance, n'ont pas soutenu l'économie réelle, mais ont accru la demande d'actifs immobiliers et financiers, provoquant le gonflement de bulles financières qui pourraient jouer un rôle analogue à celui des subprimes lors de la crise de 2008.

Pour que l'économie réelle bénéficie des politiques monétaires classiques (action sur les taux directeurs) ou non conventionnelles (*quantitative easing*), la doctrine dominante préconise de compléter leur action par la mise en place de politiques de l'offre. En revanche, les keynésiens considèrent que ces politiques perdent leur efficacité lorsque les économies sont dans une situation de « trappe à liquidités », dont on ne peut sortir que par la mise en place de politiques budgétaires expansives permettant de combler l'insuffisance de la demande ; celle-ci se manifestant très visiblement, au niveau de la zone euro, par la persistance d'un chômage encore trop élevé¹⁷ et d'un excédent important des balances courantes.

¹⁶ La notion de stagnation séculaire a été formulée pour la première fois en 1939 par Alvin Hansen comme conséquence d'un excès d'épargne, puis est tombée en désuétude.

¹⁷ Le nombre de chômeurs au sens du BIT, est passé en France de 2,1 millions au 4^{ème} trimestre 2007, à 2,4 millions au 4^{ème} trimestre 2019, soit une hausse de 14%. Il convient de considérer également ce que l'INSEE appelle le « halo autour du chômage », passé sur la même période, également en milliers de personnes, de 1,2 millions à 1,7 millions, soit une hausse de 38%. (L'INSEE définit le halo du chômage comme les personnes inactives au sens du BIT qui recherchent un emploi, mais ne sont pas immédiatement disponibles ainsi que celles qui souhaitent travailler mais ne recherchent pas d'emploi).

La redynamisation de la demande est à même de restaurer le lien entre la finance et l'économie réelle, en suscitant des anticipations de croissance et d'inflation plus élevée. Dans ce nouveau contexte, les injections de liquidité résultant des politiques monétaires non-conventionnelles alimentent les investissements et les revenus. Nombre d'économistes ont ainsi fini par rallier ce point de vue, comme l'ancien chef économiste du FMI, Olivier Blanchard qui considère que désormais il appartient « aux Etats de prendre le relais [des politiques monétaires] »¹⁸ ou Larry Summers qui finira par accepter la nécessité de recourir à des politiques de relance par la demande et précise : « Le cœur du problème est qu'il n'y a pas assez d'investissement privé pour absorber, à des taux d'intérêt normaux, toute l'épargne privée. Cela se traduit par des taux extrêmement faibles, une faible demande globale, une faible croissance économique et une faible inflation, le tout avec une croissance du prix des actifs en capital existants »¹⁹. On doit cependant observer que l'efficacité de la mise en œuvre de politiques budgétaires expansives est limitée par les traités européens, ce qui n'est pas le cas des Etats Unis (encadré 2).

Encadré 2

Influence des caractéristiques structurelles sur la définition des politiques budgétaires

Le TSCG (traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance) est la réponse à la demande de l'Allemagne de mettre fin au relâchement de la discipline budgétaire de certains pays européens. Ce traité, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2013, donne une place déterminante aux caractéristiques structurelles de la croissance ; il décompose le solde budgétaire des Administrations publiques en deux composantes, une composante conjoncturelle qui retrace le solde des dépenses et recettes affectées par la situation de l'économie dans le cycle conjoncturel et un solde structurel qui retrace l'équilibre des dépenses et recettes imputables aux décisions discrétionnaires des Etats. Le déficit structurel, qui a vocation à être nul, ne saurait dépasser 5% du PIB ; si ce plafond est dépassé, l'excédent de déficit doit, chaque année, être réduit de 1/20^{ème}.

On notera que les grandeurs, qui sont utilisées pour déterminer l'orientation des politiques budgétaires, ne sont pas observables directement et sont très différentes selon les institutions qui en effectuent le calcul ; les estimations de la croissance potentielle ou des écarts de production, essentielles pour définir les objectifs budgétaires de moyen terme assignés aux gouvernements, sont donc sujettes à des révisions périodiques importantes. Ces concepts ont fait l'objet d'analyses critiques convaincantes, notamment de Henri Sterdyniak (« Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », Revue de l'OFCE, 2015 n°142 »). Le poids important des pays de l'UE en situation de déséquilibre budgétaire au sens des traités, explique la place restreinte accordée aux politiques budgétaires contracycliques, malgré l'atonie persistante de la croissance et des anticipations d'inflation.

Les politiques économiques actuelles ne laissent guère de place au recours à des politiques expansives ; elles sont fondées, en France notamment, sur l'idée qu'un accroissement de l'épargne des ménages, si elle est davantage fléchée vers les entreprises, est la solution et que le moyen le plus efficace pour réaliser, n'est pas de soutenir les rémunérations et l'emploi,

¹⁸ Les Echos du 22/10/2019.

¹⁹ Larry Summers et Lukasz Rachel in Brooking Papers in Economics Activity » 2019 cité dans le Monde du 6/04/2019.

mais de restreindre les dispositifs de protection sociale afin d'accroître le montant de l'épargne de précaution et de favoriser l'acquisition de logement plutôt que les locations²⁰.

2-3 La fragilité persistante des systèmes financiers rend complexe le sevrage de la drogue des taux d'intérêt faibles, voire négatifs

La politique de taux bas agit «comme une drogue»²¹, renforçant les fragilités persistantes de la sphère financière, banques, fonds d'investissement et assurances, dans le contexte d'une croissance faible des économies réelles. La trappe à liquidité qui s'installe dans ces conditions, est à l'origine de la création d'un véritable cercle vicieux entretenu par la persistance des fragilités mal résorbées de la sphère financière, et la faiblesse de la demande provenant des économies réelles, compromettant la solvabilité des ménages et des entreprises en cas de hausse des taux d'intérêt. La vague de réformes engagées après la crise de 2008 n'a donc pas été suffisante pour résoudre en profondeur le risque d'un retour de la crise. Les nouvelles régulations financières, instaurées depuis la crise, n'ont pas permis, contrairement aux objectifs affichés par les autorités européennes et les gouvernements, d'éviter d'utiliser l'argent public pour sauver leurs établissements financiers en difficulté²², alors que c'était l'un des objectifs majeurs du « mécanisme de résolution » capitaux, et de la création d'un fonds de garantie européen des dépôts doté des ressources suffisantes pour faire face au défaut d'une banque systémique, ce que ne peuvent faire les fonds nationaux de garantie.

²⁰ Philippe Crevel, dans Le Monde du 11/02/2020, rappelait que, dans l'année qui avait suivi chaque réforme du système de retraite français, le taux d'épargne des ménages avait augmenté. On peut ajouter que le durcissement des conditions d'octroi des crédits immobiliers (plafonnement de la durée du crédit et du taux d'effort) imposé aux banques en 2020 pour des raisons prudentielles devrait encore accroître les incitations à épargner.

²¹ Selon l'expression de Frédéric Lemaitre et Dominique Plihon dans leur article « Le poison des taux d'intérêt négatifs », Le Monde Diplomatique, novembre 2019. Ils dénoncent l'échec de cette politique qui a été inefficace pour restaurer la croissance et qui a engendré un gonflement des bulles financières.

²² L'Allemagne, pourtant sourcilieuse sur l'emploi des fonds publics, a dépensé 900 M€ pour sauver la Nordlandesbank, en décembre 2019.

Les incertitudes de l'usage d'indicateurs prédictifs trop simples

A la mi 2019, pour la première fois depuis 2008, les taux longs américains sont devenus inférieurs aux taux courts. De nombreux commentateurs ont cru pouvoir en déduire qu'une récession était prévisible aux États-Unis d'ici quelques mois. Cette prévision résultait de la publication d'un indicateur prédictif, presque infaillible depuis 60 ans : le « spread de terme » ou écart entre les taux à long terme (10 ans) et à court terme (3 mois). Lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, la probabilité de survenue d'une récession dans un délai de 6 à 24 mois est très forte. Cet indicateur, avait correctement prédit la crise de 2008 et n'avait échoué, depuis 60 ans, qu'une fois, en 1966.

En fait, cet indicateur est fondé sur les anticipations de croissance des investisseurs ; si ces derniers anticipent un affaiblissement de la croissance, ils en déduisent que l'assouplissement des politiques monétaires sera suffisamment durable pour faire passer les taux longs sous les taux courts (les taux longs pouvant être considérés comme la « somme » des taux courts futurs).

Ce raisonnement est fragile, car il néglige la seconde composante qui détermine le niveau des taux longs : la « prime de terme », nom de la prime de risque résultant de la durée de détention des actifs. Or, si les investisseurs anticipent que les primes de risque vont diminuer en raison de la difficulté à trouver des investissements à long terme bien rémunérés, les taux longs vont se réduire, non pas en raison de la baisse des taux courts futurs mais en raison de la baisse des primes de risque futures, ce qui semble s'être produit en 2019.

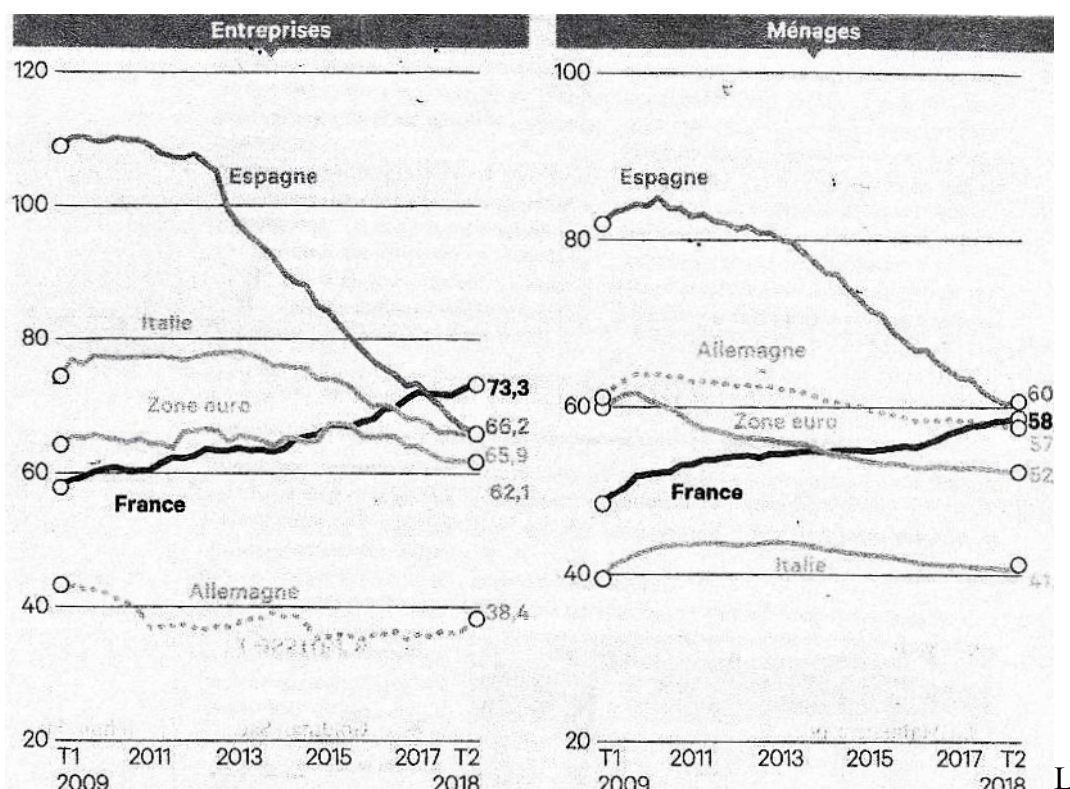
La BCE (bulletin 2020-1) a calculé, sur le cas américain, une version classique du spread de terme et une version corrigée des effets des facteurs plus ou moins indépendants des perspectives économiques domestiques ; ces facteurs concernent pour l'essentiel l'effet des politiques de *quantitative easing* des banques centrales qui ont gonflé les encours de dette à long terme américaines détenus par la FED et la BCE ainsi que les avoirs officiels en bons du Trésor américain détenus par les banques centrales étrangères. Alors que le spread de terme classique, en août 2019, indiquait une probabilité de récession des États-Unis de 37%, sa version corrigée n'indique plus qu'une probabilité de récession de 12% seulement.

On citera un autre exemple d'indicateur prédictif simple, mais d'utilisation délicate, le « *gap bâlois* ». Cet indicateur mesure l'écart entre la hausse de l'endettement global (banques et marchés) des agents économiques privés non financiers déflaté par le PIB et le trend à long terme de ce ratio d'endettement. Cet indicateur des « excès » de crédit susceptibles de compromettre la résilience des systèmes financiers est considéré comme un indicateur prédictif « correct » des crises financières. Il est obligatoirement calculé chaque trimestre et est une des références servant à déterminer le coussin de fonds propres contracycliques exigé par les régulateurs.

2.4 Les risques provenant des acteurs de l'économie réelle

Dans une période où les Etats ont perdu leur capacité de recourir à des politiques budgétaires de soutien de la croissance, où la faiblesse des gains de productivité incite les entreprises à une gestion restrictive de leur main d'œuvre, affectant à la fois les salaires et l'emploi, où la persistance de taux bas rend attractif l'endettement, le seul mode de soutien de la croissance est l'endettement des agents de l'économie réelle. Ce point de vue, partagé par les autorités européennes et les Etats de la zone euro se heurte aux mises en garde des régulateurs sur les dangers des excès de l'endettement ; c'est ainsi que la Banque de France, qui soutient la relance du crédit bancaire, tout en considérant, dans sa fonction d'évaluation des risques du système financier français que désormais le niveau des risques provenant de l'endettement des ménages et des entreprises est devenu « le facteur de fragilisation le plus important des économies développées, y compris de l'économie française ».

Le taux d'endettement (% du PIB) des agents non financiers privés



(source : Banque de France)

➤ L'évolution depuis 2008 de l'endettement des ménages

Alors que le taux d'endettement des ménages de l'ensemble de la zone euro (graphique ci-dessus) est sur une tendance décroissante, le taux d'endettement des ménages français, (58% du PIB), en croissance constante depuis la crise de 2008, dépasse depuis 2018 le niveau moyen des pays de la zone euro (52%). Jusqu'à ces dernières années, les régulateurs considéraient que les conditions d'octroi des crédits immobiliers français (crédits à taux fixe accordés en fonction du niveau de revenu), rendaient compatibles la hausse des taux

d'endettement des ménages et la préservation de la faible sinistralité de cette activité bancaire²³. Deux facteurs ont changé le regard des régulateurs :

- d'une part, les banques ont progressivement desserré leurs conditions de crédit : le taux d'effort moyen demandé aux ménages s'est accru malgré l'allongement de la durée des crédits et le montant des prêts nouveaux représente une part croissante de la valeur du bien acquis
- d'autre part, le rendement de l'encours de prêt s'est réduit car les banques ont accordé la faculté aux ménages de renégocier les prêts anciens à taux fixe, ce qui leur a permis de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt.

En décembre 2019, le HCSF (Haut Conseil de Stabilité Financière) s'inquiète de la dégradation des conditions d'octroi des prêts immobiliers, dans un contexte de taux durablement faibles. Il demande aux banques de respecter désormais des conditions plus strictes : durée maximum des prêts 25 ans, taux d'effort 1/3 des revenus, les banques ne pouvant déroger à ces deux règles que pour 15% des nouveaux crédits en priorisant les primo-accédant. Les régulateurs demandent donc aux banques de ne plus considérer que les crédits immobiliers sont des produits d'appel, mais de les traiter en fonction des risques qu'ils comportent ; Le HCSF a non seulement annoncé que, si ses recommandations n'étaient pas respectées, elles deviendraient obligatoires et surtout que les banques devraient renforcer en conséquence leurs fonds propres, car les marges de prêts doivent couvrir les risques et les coûts associés à ces crédits (fin 2019, le taux moyen des crédits immobiliers était tombé à 1,20%, contre 5,3% fin 2008).

➤ *L'évolution de l'endettement des entreprises depuis la crise de 2008*

Alors que le taux d'endettement (exprimé en pourcentage du PIB) des entreprises est resté à peu près stable, celui des entreprises françaises a progressé fortement, tiré dans un premier temps par la forte croissance des crédits bancaires, puis, après 2011, par celle des emprunts obligataires.

L'évaluation des risques qui résultent du comportement atypique des entreprises françaises nécessite une analyse plus fine. Une étude récente de l'INSEE²⁴ montre que toutes les entreprises n'ont pas accru de la même façon leur endettement, mais qu'une grande partie des hausses a servi à financer l'accumulation de liquidités et à accroître les distributions de dividendes et les rachats d'actions. L'étude constate que l'endettement des entreprises, net des liquidités et des actifs financiers détenus, est resté à peu près stable depuis la crise. Les risques découlant du niveau d'endettement des entreprises françaises sont donc moins importants que ne le suggère le seul examen de leur niveau car, en cas de forte baisse d'activité ou de hausse des taux d'intérêt, l'accroissement des liquidités et les actifs accumulés constituent un coussin protecteur.

²³ Le % des prêts à l'habitat en défaut n'était que de 1,29% de l'encours total des prêts aux ménages fin décembre 2018.

²⁴ Marie Baïane Khder et Clément Rousset « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? » Note de conjoncture de l'INSEE de décembre 2017.

Michel Aglietta propose d'apprécier les conséquences de la hausse de l'endettement des entreprises en fonction de la phase du cycle financier²⁵. Il relève que l'entrée dans la phase baissière du cycle financier impose aux emprunteurs des comportements de «déflation de bilan». Cette situation se produit lorsque les bulles financières, caractéristiques de la phase haute du cycle financier, commencent à se dégonfler. A ce moment, la baisse du prix des actifs déséquilibre les bilans car la dette n'a pas encore eu le temps de se dégonfler ; les emprunteurs, pour rétablir leur solvabilité sont donc contraints de se désendetter. L'entrée dans cette phase constitue donc « la caractéristique cruciale d'une [situation] de déflation financière » où les contraintes de liquidités, qui s'accroissent sur tous les agents économiques, révèlent des fragilités financières jusqu'alors latentes.

Encadré 4

Où en est le cycle financier ?

L'analyse de la conjoncture est en général fondée aujourd'hui sur l'examen de la situation résultant de la superposition d'un cycle économique d'une durée moyenne de 6 à 9 ans, et d'un cycle financier de 12 à 15 ans. Le cycle financier est caractérisé par l'évolution des crédits privés et des prix des actifs financiers et immobiliers. Lorsque les phases haussières (ou baissières) des deux cycles coïncident, l'amplitude des fluctuations conjoncturelles s'accroît fortement.

Une étude récente du Cepii*, montre que la chronologie des cycles financiers des pays de la zone euro est approximativement vérifiée, le dernier pic de croissance étant daté de 2017, mais que leur amplitude varie considérablement selon les pays ; ainsi l'Espagne est le pays dont les fluctuations de l'économie ont été les plus fortes, et la France, celui où elles ont été les plus faibles, L'étude du Cepii distingue deux groupes de pays, les pays du cœur de la zone euro où les pics de croissance sont les mêmes (1976, 1992 et 2007) et l'ampleur de la croissance voisine, l'Allemagne seule divergeant quelque peu, et les pays de la périphérie de la zone (Portugal, Irlande, Grèce Espagne) où deux cycles financiers peuvent être distinguées, le premier en 1970-1980 et le second en 1990-2000, l'ampleur du second étant beaucoup plus forte que celle du premier. La spécificité du cycle financier des pays de la périphérie semblant résulter de l'arrivée dans ces pays de flux massifs de capitaux qui préparaient leur entrée dans la zone euro.

Le constat de la non-convergence des cycles entre les pays de la zone euro pose la question d'un éventuel conflit d'objectifs entre la politique monétaire, par définition unifiée et en charge de la stabilité monétaire et économique des pays, et les politiques macro-prudentielles en charge de la stabilité financière qui devraient être plus spécifiques à chaque pays.

**Maximilien Coussin et Anne Laure Delatte « Les cycles financiers convergent-ils en zone euro ? En phase oui, en amplitude non » Lettre du Cepii, octobre 2019.*

Globalement la stabilité des taux d'endettement des entreprises, y compris des entreprises françaises, semble indiquer que les économies ne sont pas encore entrées dans une phase de « déflation de bilans ». Toutefois la BRI et les régulateurs financiers, en retenant une analyse moins globale, s'inquiètent des risques d'instabilité qui pourraient provenir d'une partie minoritaires des entreprises, celles qui, du fait de l'importance de leur endettement, peinent à

²⁵ Michel Aglietta « Finance et macroéconomie : la prépondérance des cycles financiers » Revue OFCE 2017-4.

assurer le service de leur dette, qu'il s'agisse de crédits bancaires, dits « *leveraged loans* », ou d'obligations à haut rendement, dites « *high yield bonds* » ; la persistance des taux bas explique le dynamisme de ces deux types de financement portés par la recherche de meilleurs rendements par les établissements financiers bancaires et non bancaires, malgré les risques associés à ces produits.

Les *leveraged loans* se sont surtout développés aux Etats Unis ; leur croissance a été soutenue par les opérations de titrisation de ces crédits qui sont repackagés sous forme de CLOs (*Collateralized Loans Obligations*). Le développement de ces financements n'est pas sans rappeler celui de la titrisation des crédits subprimes : le montant de l'encours des CLOs est devenu, en 2019, comparable à celui des subprimes et représente actuellement 12% de la dette des entreprises américaines

Le développement des émissions obligataires spéculatives dites *high yield* est moins ciblé géographiquement que celui des *leveraged loans*. Une étude de l'OCDE parue en février 2020 s'inquiète des risques qu'ils représentent : en 2019, plus du quart des émissions obligataires réalisées dans les pays développés ont été classés dans cette catégorie. Toutefois ce nombre pourrait s'accroître brutalement en cas de difficultés économiques, car 58% des entreprises classées « *investment grade* » sont notées BBB, catégorie qui précède immédiatement la note spéculative. La dégradation de ces entreprises serait d'autant plus redoutable que nombre de détenteurs de ces titres, les assureurs et les fonds de pension en particulier, ne pouvant statutairement ou légalement investir dans des titres classés spéculatifs, serait alors contraint de les vendre avec une forte perte. Le déclassement des obligations notées BBB constitue donc une véritable menace pour la stabilité financière, menace que préfigure le développement des entreprises dites « zombies ». Cette catégorie d'entreprises est ainsi dénommée car, elles peinent à assurer le service de leur dette au point que leur survie est jugée artificielle. Leur nombre, dans 14 pays développés, représente, selon la BRI, 1% du nombre total d'entreprises en 1985, 4% en 2010 et atteint plus de 6% en 2016 ; le nombre d'entreprises zombies françaises serait moins élevé, et se situerait dans une fourchette de 1% (Banque de France) à 4% (COFACE).

3 - LES INCERTITUDES DE LA RÉGULATION DES ACTEURS FINANCIERS

Deux caractéristiques actuelles de la situation des acteurs financiers pourraient devenir préoccupantes si une crise financière, du type de celle de 2008, se produisait ; il s'agit des pratiques d'habillage des bilans bancaires qui pourraient devenir un obstacle à l'efficacité des financements interbancaires et des conséquences de l'inégalité des contraintes imposées par la régulation des différentes composantes des systèmes financiers, alors que les banques et les intermédiaires non bancaires sont en situation de concurrence de plus en plus importante.

3-1 Les pratiques d'habillage des bilans bancaires

La BRI, dans ses derniers rapports (mars 2019) constate que les vulnérabilités qui résultent du caractère artificiel de certaines variations de prix observées sur les marchés financiers pourraient compromettre la stabilité financière. Elle explique ces anomalies par les « pratiques regrettables d'habillage de bilans » développées par les établissements financiers et considère que ces pratiques sont la conséquence perverse de l'accentuation des exigences de la réglementation des risques, qui a donné un coût significatif à l'obtention de bons bilans,

conditions de l'accès à la liquidité et cela dans un contexte « d'imbrication extraordinaire » des relations entre les banques centrales et les marchés financiers. Dans ce contexte, les signaux envoyés par les banques centrales et les marchés deviennent difficiles à interpréter, ce qui rend les marchés nerveux, et pèse sur les perspectives économiques.

3-2 Les pressions croissantes pour alléger les contraintes de la régulation

Un précédent cahier Lasaire ²⁶ a déjà présenté la remise en cause par les lobbies bancaires de pans entiers de la construction des normes prudentielles destinées, depuis la crise de 2008, à restaurer la résilience des systèmes financiers. L'argument central des banques reposait sur la concurrence qu'elles subissent de la part des entités non bancaires (anciennement dénommées « banques de l'ombre » par la BRI, qui a abandonné en 2019 cette expression, car elle pouvait avoir une connotation péjorative ...).

On rappellera que les banques européennes n'ont accepté qu'avec réticence les réformes destinées à assurer la stabilisation des systèmes financiers ; ces réformes peuvent être regroupées en trois domaines :

- Les tentatives avortées d'instaurer une *séparation entre les activités de crédit et de marché* (règle Volker aux Etats Unis, règle Vickers au Royaume Uni et en France, loi Moscovici de régulation et de séparation des activités bancaires) ont été officiellement abandonnées).
- La réalisation de *l'Union Bancaire* qui ne progresse que difficilement, car elle heurte les États-membres, soucieux de préserver une intermédiation bancaire nationale importante. La réalisation des deux institutions phares de l'Union Bancaire ne se concrétise que difficilement : le Fonds de Résolution Unique a bien été créé en janvier 2015 et la directive organisant la sauvegarde (la « résolution ») des établissements en difficulté ne permettent, qu'en dernier recours, d'utiliser l'argent public tant que les créanciers n'ont pas pris leurs pertes, a bien été publiée, mais elle a été contournée, notamment par l'Italie à deux reprises, qui a choisi d'indemniser les créanciers porteurs d'obligations subordonnées²⁷.
- La définition des *ratios prudentiels de Bâle 3* n'a pu être finalement finalisée, qu'en décembre 2017, par un accord international signé sur la base d'un avec les compromis avec les banques américaines permettant aux banques européennes de préserver l'auto-évaluation de leurs risques. Par ailleurs les banques européennes avaient obtenu très tôt l'assouplissement des deux ratios de liquidité créés par Bâle 3 : élargissement des actifs pouvant être considérés comme liquides pour le calcul du ratio à un mois (LCR : *Liquidity Coverage Ratio*) et, pour le calcul du ratio de liquidité à un an (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*), diminution du coefficient de pondération

²⁶ Voir note 3.

²⁷ Lorsque MPS (Monte Dei Paschi di Siena), une des grandes banques italiennes n'a pu reconstituer ses fonds propres en s'adressant aux marchés, le gouvernement italien, en décembre 2016, a indemnisé les petits porteurs et pris 68,2% du capital de la banque, le solde étant détenu par des investisseurs institutionnels italiens. Après un an de débat, les autorités européennes ont finalement admis que la directive sur la résolution n'avait pas été violée, car le redressement de MPS avait respecté les deux conditions qui autorisent une aide publique (article 32-4) : ne pas représenter un avantage concurrentiel et démontrer que l'établissement sera viable à long terme.

des actifs liquides, fonction de leur stabilité. Par ailleurs, les exigences de fonds propres imposées au secteur de l'assurance, notamment de l'assurance-vie souvent proche du secteur bancaire, ont été allégées concernant les risques sur actions détenues depuis plus de cinq ans.

La demande de la profession bancaire de voir alléger ses contraintes prudentielles a été relayée, le 7 janvier 2020, par les députés français qui ont adopté une proposition de résolution (sans valeur contraignante) invitant le gouvernement à assouplir les accords de Bâle 3, car les exigences de renforcement des fonds propres prévu par l'accord international « paralyserait la capacité des banques à financer la croissance de l'économie ». Cette résolution a obtenu le soutien explicite et public du gouvernement.

Enfin, la réalisation du Brexit, va renforcer les incitations à déréguler les marchés financiers, comme l'a annoncé dès avril 2019 le directeur de l'autorité britannique de régulation des marchés, la FCA (*Financial Conduct Authority*).

CONCLUSION

La théorie standard peine à expliquer le fait que le rythme de croissance de certaines économies, des Etats Unis en particulier, soit durablement supérieur à celui de la croissance potentielle sans provoquer de tensions inflationnistes, alors même que les politiques monétaires non conventionnelles injectaient d'énormes quantités de liquidités dans les économies. Ce « mystère » semble pouvoir s'expliquer par la sous-estimation par les analystes des conséquences de la libéralisation des marchés du travail et de la protection sociale.

L'analyse des risques de crise a retrouvé un terrain connu, lorsqu'au second semestre 2018, la croissance a fléchi, ce qui a fait craindre l'imminence d'une récession prochaine. Cette crainte ne s'est jusqu'alors pas matérialisée, mais, à la fin 2019, le diagnostic dominant peine à trouver la façon dont vont s'équilibrer les facteurs favorables et défavorables de la conjoncture.

Trois facteurs défavorables sont pointés, en dehors des facteurs non économiques qui ne sont pas examinés dans cette note :

- Les tensions commerciales : la BRI exclue catégoriquement qu'elles puissent être responsables de la décélération actuelle de la croissance de l'ensemble des pays développés, mais elle estime que demain, elles pourraient représenter un problème important
- Le ralentissement de la croissance de la Chine, en passe de devenir la première économie mondiale : La Chine a entrepris l'exercice difficile de recentrer son modèle de croissance sur la demande intérieure, tout en organisant le désendettement de ses entreprises. Cette politique a un coût important en termes de croissance, non seulement de l'économie chinoise, mais aussi de l'économie mondiale.
- Le resserrement de la politique monétaire américaine, qui a provoqué une hausse du dollar dont les effets sont sensibles dans les économies émergentes, notamment d'Amérique latine.

Le mode de gestion actuel de la croissance a pour résultat de mettre au centre des comportements des agents économiques privés les facteurs financiers, essentiellement endettement et prix des actifs, ce qui conduit à sous estimer les politiques les plus à même de contrebalancer les effets dépressifs des facteurs défavorables ; le champ de ces politiques recouvre deux domaines : celui du retour à des politiques budgétaires expansives et celui de la reconstruction des systèmes de protection sociales mis à mal par les politiques de libéralisation des marchés du travail et de la protection sociale.

Les réformes libérales de ces dernières années ont en effet engendré un mode de croissance qui nous rapproche de celui qui avait conduit à la grande crise de 1929. L'idéologie néo-libérale dominante mise en œuvre dans la plupart des pays développés, accompagne désormais brutalement « la recomposition de la façon dont l'Amérique projette sa puissance dans le monde en faisant prévaloir sa souveraineté et ses seuls intérêts nationaux, sans être limitée par de quelconques règles internationales contraignantes »²⁸. Cette reconfiguration de l'économie mondiale, n'aboutit pas à construire un régime de croissance stable, mais, comme on l'a noté, elle élargit le rôle de leader des États Unis, notamment dans le domaine financier, en montrant qu'elle accepte aujourd'hui ce qu'elle refusait hier : la fonction essentielle de prêteur en dernier ressort du système financier mondial, hors de toutes règles écrites, et cela, dès lors que les risques pesant sur la résilience des systèmes financiers mondiaux compromettent la stabilité financière du système financier américain.

²⁸ André Gauron « Trump et le deuxième âge de la mondialisation néo-libérale » Février 2020, www.lasaire.net.fr.