

# Avant-propos

Cet ouvrage présente une histoire quantitative des crises financières sous leurs différentes formes. Notre message principal est simple : on a déjà vécu ça. Si différente que puisse paraître la dernière exubérance financière ou la crise la plus récente, elle présente le plus souvent des similitudes remarquables avec les expériences d'autres pays et d'autres époques. Prendre conscience de ces analogies et de ces précédents, c'est accomplir un pas essentiel vers l'amélioration de notre système financier mondial, à la fois pour réduire le risque de crises futures et pour mieux gérer les catastrophes quand elles se produisent.

S'il est un thème commun au vaste éventail des crises considérées dans ce livre, c'est que l'accumulation excessive des dettes, qu'elle soit le fait du gouvernement, des banques, des entreprises ou des particuliers, présente souvent des risques systémiques plus grands qu'il n'y paraît en période de boom. Par des injections de monnaie, un gouvernement peut donner l'impression qu'il stimule l'économie davantage qu'il ne le fait vraiment. Dans le secteur privé, des fringales d'endettement peuvent gonfler les prix des logements et les cours des actions bien au-delà des niveaux durablement soutenables, et donner aux banques l'air plus stable et plus rentable qu'elles ne le sont en réalité. Ces masses de dettes énormes sont dangereuses parce qu'elles mettent l'économie à la merci d'une crise de confiance, en particulier quand les dettes sont à court terme et doivent être constamment refinancées. Les *booms* alimentés par la dette donnent trop souvent une image fautive de la politique d'un gouvernement, de la rentabilité d'une institution financière ou du niveau de vie d'un pays. La plupart

d'entre eux finissent mal. Bien entendu, les instruments de la dette sont essentiels pour toute économie, ancienne ou moderne, mais trouver un équilibre entre les risques et les opportunités liés à la dette est toujours difficile. Décideurs politiques, investisseurs et citoyens ordinaires ne doivent jamais l'oublier.

Dans ce livre, nous étudions différents types de crises financières. D'abord, les défauts souverains, qui surviennent quand un gouvernement se trouve incapable de rembourser ses obligations extérieures et/ou intérieures. Puis les crises bancaires, qui se sont multipliées dans le monde vers la fin des années 2000. Lors d'une crise bancaire majeure, en général, un pays s'aperçoit qu'un vaste pan de son secteur bancaire est devenu insolvable par suite de lourdes pertes sur ses investissements, de paniques bancaires ou des deux. Une autre catégorie importante est celle des crises monétaires, ou crises de change, à l'instar de celles qui ont frappé l'Asie, l'Europe et l'Amérique latine dans les années 1990. Classiquement, une telle crise voit chuter à pic la valeur d'une devise nationale, même si souvent le gouvernement a « garanti » qu'il ne le permettrait jamais. Nous examinerons aussi les crises marquées par des épisodes d'inflation très élevée. Il va sans dire qu'un bond inattendu de l'inflation équivaut *de facto* à un défaut de paiement pur et simple, puisqu'il permet à tous les débiteurs (État compris) de rembourser leurs dettes dans une monnaie dont le pouvoir d'achat est bien moindre qu'à la date où elles ont été souscrites. Ces crises seront explorées séparément dans une grande partie du livre. Mais elles se produisent souvent en grappes. Dans l'avant-dernier chapitre de ce livre, nous nous pencherons sur des situations – comme la grande dépression des années 1930 ou la récente crise financière mondiale – dans lesquelles les crises se déclenchent en groupe et à l'échelle mondiale.

Bien entendu, les crises financières ne sont pas des nouveautés. Il s'en produit depuis l'apparition de l'argent et des marchés financiers. Beaucoup des crises d'autrefois faisaient suite à l'altération (*debasement*) d'une monnaie, c'est-à-dire à la réduction de la teneur en or ou en argent des pièces de monnaie, décrétée par un monarque afin de boucher un trou dans son budget, souvent pour cause de guerre. Depuis longtemps, le progrès technique évite aux gouvernements d'avoir à rogner leurs pièces de monnaie pour combler leur déficit budgétaire. Les crises financières ont néanmoins continué à se développer à travers les âges et affectent encore des pays à ce jour.

Nous nous intéresserons surtout à deux formes particulières de crises, qui sont tout à fait d'actualité : les crises de la dette souveraine et les crises bancaires. Leur histoire transcende les siècles et les frontières. Les crises de la dette souveraine étaient autrefois fréquentes dans les pays aujourd'hui développés, qui semblent avoir « monté en grade » en échappant à ces accès périodiques d'insolvabilité publique. Sur les marchés émergents, toutefois, les défauts en série demeurent une maladie chronique et grave. En revanche, les crises bancaires restent partout un problème récurrent. À l'égard de cette menace, l'égalité des chances règne : pays riches et pays pauvres sont pareillement affectés. Notre enquête nous conduira à travers les paniques et les faillites bancaires en Europe depuis les guerres napoléoniennes jusqu'aux récents soubresauts financiers mondiaux qui ont suivi la crise américaine des prêts *subprimes* en 2007.

Nous visons à établir une description détaillée, systématique et quantitative : notre analyse empirique couvre soixante-six pays et près de huit siècles. De nombreux livres importants ont été écrits sur l'histoire des crises financières internationales<sup>1</sup>, le plus célèbre étant peut-être *Manias, Panics and Crashes* (1989)\* de Kindleberger<sup>2</sup>. Dans l'ensemble, cependant, ces travaux antérieurs suivent une démarche essentiellement narrative, renforcée par des données relativement pauvres.

Ici, au contraire, notre analyse se construit autour des chiffres prélevés dans une énorme base de données qui embrasse le monde entier et remonte jusqu'à la Chine du 12<sup>e</sup> siècle et à l'Europe médiévale. L'essentiel de ce livre réside dans les tableaux et figures (assez) simples qui présentent ces données plutôt que dans la description de personnalités, de politiques ou de négociations. Nous croyons que notre histoire quantitative visuelle des crises financières n'est pas moins convaincante que les approches narratives antérieures, et nous espérons qu'elle ouvrira de nouvelles perspectives d'analyse et de recherche sur les politiques publiques.

Nous nous attachons par-dessus tout à scruter de longues périodes historiques pour y détecter des événements « rares » trop souvent oubliés, alors qu'ils s'avèrent en fait bien plus communs et semblables qu'on ne le croirait. En effet, analystes, décideurs, universitaires et

---

\* Édition française : *Histoire mondiale de la spéculation financière*, traduction Pierre-Antoine Ullmo et Guy Russell, Hedaye, Valor éditions, 2005. (NdT)

même économistes ont une fâcheuse tendance à considérer le passé récent à travers l'étroite fenêtre des séries de données standard, généralement basées sur une palette d'expériences ne couvrant qu'un nombre restreint de pays et de périodes. Une grande partie de la littérature universitaire et politico-administrative sur la dette et les défauts de paiement appuie ses conclusions sur des données collectées depuis 1980, ne serait-ce que parce qu'elles sont plus facilement accessibles. Cette approche serait valable si les crises financières ne suivaient des cycles beaucoup plus longs et si des séries de données couvrant vingt-cinq années étaient capables de donner un panorama suffisant des risques des politiques et investissements « alternatifs ». Un événement rare dans une période de vingt-cinq ans ne l'est pas forcément dans un contexte historique plus étendu. Si l'on se penche sur vingt-cinq ans de données, après tout, on n'a qu'une chance sur quatre d'y observer une « crue centenaire ». Pour commencer ne serait-ce qu'à réfléchir à de tels événements, il faut compiler des données portant sur plusieurs siècles. Ce qui est notre objectif ici, bien entendu.

En outre, les séries de données normalisées sont très limitées à plusieurs autres égards importants, notamment en ce qui concerne la couverture des différents types de dette publique. En fait, comme on le verra, les données historiques sur la dette publique intérieure sont extrêmement difficiles à obtenir pour la plupart des pays, souvent guère plus transparents que les banques contemporaines avec leurs transactions hors bilan et autres habillages comptables.

Notre analyse s'appuie sur une nouvelle base de données très étendue pour l'étude de la dette internationale et des crises bancaires, de l'inflation, ainsi que des crises de change et de l'altération monétaire. Les données proviennent d'Afrique, d'Asie, d'Europe, d'Amérique latine, d'Amérique du Nord et d'Océanie (soixante-six pays en tout, comme indiqué précédemment, plus une sélection de données pour un certain nombre d'autres pays). La liste des variables comprend, parmi beaucoup d'autres, la dette intérieure et extérieure, les échanges internationaux, le revenu national, l'inflation, les taux de change, les taux d'intérêt, et les prix des matières premières. La période couverte par les données remonte à plus de huit cents ans, en commençant à la date de l'indépendance pour la plupart des pays et en incluant une bonne partie de la période coloniale pour plusieurs d'entre eux. Nous sommes bien sûr conscients que les exercices et illustrations ici présentés ne parviennent

qu'à égratigner la surface de ce qu'une masse de données aussi importante et aussi étendue serait susceptible de révéler.

Heureusement, il n'est pas indispensable de maîtriser tous les détails des données pour comprendre le message principal de ce livre : on a déjà vécu ça. Les instruments des profits et des pertes financières ont varié au cours des âges, tout comme les types d'institutions qui se sont développés puissamment avant d'échouer massivement. Mais à travers les âges, les crises financières obéissent à un rythme d'expansion et d'effondrement. Pays, institutions et instruments financiers peuvent évoluer dans le temps, mais non la nature humaine. Comme nous le verrons dans les derniers chapitres de ce livre, la crise financière de la fin des années 2000 née aux États-Unis avant de se répandre à travers la planète – que nous appelons la « seconde grande contraction » – n'en est que la plus récente manifestation.

Cette dernière crise fait l'objet des chapitres 13 à 16. Nous y passons en revue ce que nous avons appris ; le lecteur devrait trouver leur contenu relativement simple et autonome. (Les lecteurs intéressés principalement par les leçons historiques de la crise récente sont invités à lire d'abord ces chapitres). Nous y montrons que, aux États-Unis, dans la période qui a précédé la crise des prêts *subprimes*, les indicateurs classiques – inflation, augmentation de l'endettement, déséquilibre important et constant de la balance des paiements, ralentissement de la croissance économique – signalaient pratiquement tous que le pays allait vers une grave crise financière. Ce tableau de l'entrée dans la crise n'est pas rose ; nous montrons que la sortie peut être très périlleuse elle aussi. Les lendemains des crises bancaires systémiques se caractérisent par une contraction prolongée et prononcée de l'activité économique qui pèse lourdement sur les ressources des pouvoirs publics.

On trouvera dans la première partie du livre des définitions précises des concepts décrivant les crises et une présentation des données utilisées. Pour construire notre ensemble de données, nous nous sommes résolument appuyés sur les travaux de nos prédécesseurs. Cependant, ces données comprennent également une masse considérable de matériaux nouveaux, provenant de différentes sources primaires et secondaires. Outre une datation systématique des crises de la dette extérieure et des changes, les annexes de ce livre indiquent les périodes d'inflation intérieure et de crises bancaires. Enfin, la datation des défauts souverains sur la dette intérieure (principalement

en monnaie locale) est l'un des aspects les plus originaux de notre étude sur les crises financières.

Ce travail d'enquête trouve sa justification dans les parties suivantes du livre, où ces concepts sont appliqués à notre vaste ensemble mondial de données. Dans la deuxième partie, nous tournons notre attention vers la dette publique. Nous y relatons des centaines d'épisodes où des pays souverains ont fait défaut sur leur dette souscrite auprès de créanciers extérieurs. Parmi ces « crises de la dette » figurent celles liées aux prêts accordés au roi d'Angleterre Edward III au milieu du 14<sup>e</sup> siècle par les financiers florentins, aux emprunts obtenus par la monarchie espagnole des Habsbourg auprès des banquiers allemands ou encore aux prêts massifs consentis par des banquiers (principalement) new-yorkais à l'Amérique latine dans les années 1970. Si nous constatons que, dans la période moderne, les défauts sur la dette souveraine extérieure ont été concentrés dans les pays émergents bien plus que les crises bancaires, nous soulignons néanmoins que ces défauts eux-mêmes apparaissent comme un rite de passage presque universel pour toute économie de marché émergente parvenant au stade de l'économie développée avancée. Ce processus de développement économique, financier, social et politique peut demander des siècles.

Dans ses premières années d'État-nation, la France a fait défaut sur sa dette extérieure pas moins de huit fois (voir le chapitre 6) ! L'Espagne n'a fait défaut que six fois avant 1800, mais elle a dépassé la France avec sept défauts de paiement au 19<sup>e</sup> siècle, soit un total de treize épisodes. Ainsi, du temps où les puissances européennes passaient par la phase de développement du marché émergent, elles ont connu les mêmes problèmes récurrents, avec les mêmes défauts sur leur dette extérieure, que beaucoup de pays émergents aujourd'hui.

De 1800 jusqu'à bien après la seconde guerre mondiale, la Grèce s'est trouvée en défaut quasi continu et le parcours de l'Autriche est à certains égards encore plus étonnant. Bien que les marchés de capitaux internationaux aient été très peu développés avant 1800, on répertorie néanmoins de nombreux défauts de la part de la France, du Portugal, de la Prusse, de l'Espagne et des anciennes cités-États italiennes. Aux portes de l'Europe, l'Égypte, la Russie et la Turquie ont aussi un passé de défauts chroniques.

Entre autres questions fascinantes, nous nous demanderons pourquoi un petit nombre de pays comme l'Australie et la Nouvelle-Zélande, le Canada, le Danemark, la Thaïlande et les États-Unis ont

réussi à éviter de faire défaut sur la dette souscrite par leur gouvernement central auprès de créanciers étrangers, alors que d'autres, bien plus nombreux, se signalent par des défauts en série sur leur dette extérieure.

Les crises financières asiatiques et africaines ont été bien moins étudiées que celles de l'Europe et de l'Amérique latine. Selon une croyance répandue, le défaut souverain moderne serait un phénomène confiné à l'Amérique latine et à quelques pays européens pauvres, ce qui va de pair avec l'insuffisance des recherches portant sur les autres régions. Comme on le verra, la Chine précommuniste a multiplié les défaillances sur ses dettes internationales, tandis que l'Inde et l'Indonésie modernes ont toutes deux fait défaut dans les années 1960, bien avant la première épidémie de défauts de l'après-guerre en Amérique latine. L'Afrique postcoloniale a enregistré tant de défauts qu'elle semble devoir l'emporter sur n'importe quelle région émergente antérieure. Globalement, un examen quantitatif systématique des défauts postcoloniaux en Asie et en Afrique dément l'idée selon laquelle la plupart des pays échapperaient aux périls de la dette souveraine.

La quasi-universalité des défauts devient parfaitement claire dans la deuxième partie du livre, où nous commençons à utiliser les données pour peindre à grands traits l'histoire des défauts financiers et des crises financières à l'aide de tableaux et de figures. L'un des points saillants de cette analyse est certainement que la période assez récente (2003-2008), où les États ont d'une manière générale honoré leurs obligations, est loin d'être la norme.

L'histoire de la dette publique intérieure (c'est-à-dire de la dette émise par l'État sur son propre territoire) des marchés émergents, en particulier, est largement ignorée par les chercheurs et les décideurs contemporains (et même par les fournisseurs de données officielles comme le Fonds monétaire international), qui semblent avoir vu dans son irruption au début du 21<sup>e</sup> siècle un phénomène nouveau et étonnant. Pourtant, comme on le verra dans la troisième partie, la dette publique intérieure des marchés émergents a été très extrêmement importante pendant de nombreuses périodes et peut en fait aider à résoudre un certain nombre d'énigmes relatives aux épisodes de forte inflation et de défaut. Selon nous, la difficulté d'obtenir des données sur la dette publique n'est qu'un aspect du manque de transparence des comptes publics dans la plupart des pays. Songez aux garanties implicites consenties aux gros prêteurs obligataires qui ont en fin de

compte alourdi de milliers de milliards de dollars la dette nationale des États-Unis en 2008, aux milliers de milliards de dollars d'opérations hors bilan engagées par la Réserve fédérale et aux garanties implicites accordées aux banques en sortant les mauvais actifs de leur bilan, sans parler des engagements non couverts en matière de retraite et de santé. L'opacité est endémique dans la dette publique, mais trouver des données historiques élémentaires sur la dette des gouvernements centraux est d'une difficulté presque comique.

La troisième partie comprend aussi une première tentative visant à cataloguer les épisodes de défaut ouvert et de rééchelonnement de la dette publique intérieure sur une période de plus d'un siècle. (Puisque l'histoire de la dette intérieure est largement ignorée des chercheurs, il n'est pas étonnant que l'histoire des défauts sur cette dette le soit aussi). Ce phénomène semble un peu plus rare que le défaut extérieur, mais il est bien trop courant pour justifier le postulat extrême selon lequel les États honoreront toujours leur dette intérieure à sa valeur faciale, postulat pourtant dominant dans la littérature économique. Le défaut avéré sur une dette intérieure suppose apparemment des situations d'une plus grande dureté que celles qui mènent au défaut extérieur pur – sous forme à la fois d'une implosion de la production et d'un dérapage marqué de l'inflation.

La quatrième partie élargit le débat aux crises relatives aux banques, aux monnaies et à l'inflation. Jusqu'à une époque très récente, l'étude des crises bancaires s'attachait aux expériences historiques anciennes des pays développés, principalement les paniques bancaires d'avant la seconde guerre mondiale, ou aux expériences contemporaines des pays émergents. Cette dichotomie résulte peut-être de la conviction que, pour les pays développés, les crises financières systémiques déstabilisantes et touchant plusieurs pays sont des reliques du passé. Il va de soi que la récente crise financière mondiale, issue des États-Unis et d'Europe, a réduit à néant cette idée, non sans un coût social élevé.

Le fait est que les crises bancaires ont longtemps affecté les pays riches comme les pays pauvres. Nous parvenons à cette conclusion après avoir examiné des crises bancaires qui vont de la panique financière du Danemark pendant les guerres napoléoniennes à la récente crise financière mondiale, la première du 21<sup>e</sup> siècle. L'incidence des crises bancaires s'avère remarquablement comparable dans les pays riches et dans les pays à revenu moyen inférieur. Presque invariablement, ces crises bancaires entraînent une forte baisse des recettes



fiscales ainsi qu'un important accroissement des dépenses publiques (dont une partie en pure perte, probablement). En moyenne, la dette de l'État augmente de 86 % pendant les trois années suivant une crise bancaire. Ces conséquences budgétaires indirectes sont donc d'une tout autre ampleur que les coûts habituels du renflouement des banques.

Les épisodes d'inflation dangereusement élevée sont aussi un thème récurrent. À travers l'histoire, aucun pays émergent n'a pu échapper aux accès de forte inflation. D'ailleurs, quand nous disons d'une part que peu de pays ont évité les défauts en série sur leur dette extérieure, d'autre part que peu de pays ont évité des poussées inflationnistes en série, il existe un parallèle fort entre ces deux propositions. Les États-Unis eux-mêmes ont une histoire en dents de scie ; en 1779, leur taux d'inflation a ainsi été proche de 200 %. Dans le monde entier, comme on l'a déjà noté, le moyen principal de défaut sur les obligations d'État a très tôt été l'altération du contenu des pièces de monnaie. La planche à billets moderne n'est rien d'autre qu'un moyen plus efficace et techniquement plus perfectionné pour parvenir aux mêmes fins. Un fort biais inflationniste apparaît donc à travers l'histoire. À partir du 20<sup>e</sup> siècle, les pointes d'inflation ont été radicalement plus fortes. Depuis lors, les crises inflationnistes ont atteint un plateau plus élevé. Il n'est donc pas surprenant que, dans la période récente, les effondrements de taux de change aient été plus nombreux et les variations médianes de la valeur des devises plus amples. Plus étonnants peut-être, et visibles seulement dans un contexte historique plus large, sont les premiers épisodes de vive instabilité des taux de change, notamment au cours des guerres napoléoniennes.

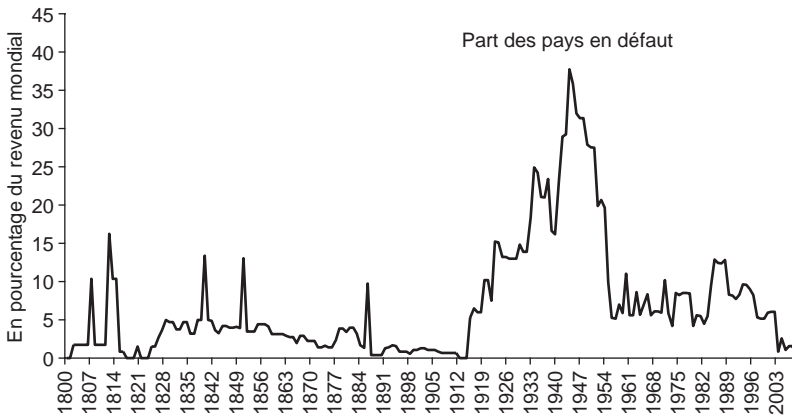
De même que les crises financières ont des antécédents macroéconomiques communs dans les prix des actifs, l'activité économique, les indicateurs externes, etc., on constate des traits communs dans la séquence (l'ordre temporel) de leur déroulement ; ce sera le dernier sujet de la quatrième partie.

Le chapitre de conclusion propose quelques réflexions sur les crises, l'action publique, et des pistes de travaux universitaires futurs. Il ne fait aucun doute que, de façon répétée, pays, banques, particuliers et entreprises se chargent d'une dette excessive quand les choses vont bien sans avoir suffisamment conscience des risques qui en résulteront le jour où, inévitablement, une récession se produira. Bien des acteurs du système financier mondial creusent un trou plus profond que celui

dont ils pourraient raisonnablement espérer sortir ; c'est le cas en particulier des États-Unis et de leur système financier à la fin des années 2000. La dette publique et garantie par l'État (qui, à cause de l'assurance des dépôts, inclut souvent implicitement les mauvaises dettes bancaires) est assurément la plus problématique, car elle peut s'accumuler massivement et pendant de longues périodes sans que les marchés y mettent le holà, surtout quand la réglementation les empêche de le faire vraiment. Même si la dette privée joue assurément un rôle clé dans de nombreuses crises, la dette publique est bien plus souvent le trait commun du vaste éventail de crises financières examinées ici. Comme indiqué plus haut, les données sur la dette intérieure sont opaques et difficiles à obtenir, preuve que les gouvernements s'efforcent de dissimuler leurs comptes quand les choses vont mal, tout comme les institutions financières au cours de la crise financière contemporaine. Nous pensons que les grandes institutions internationales comme le Fonds monétaire international ont un grand rôle à jouer en fournissant des informations sur l'endettement public plus transparentes que celles disponibles aujourd'hui.

Notre plongée dans les détails et les chiffres des crises survenues au long des huit derniers siècles nous conduit à cette conclusion : le conseil le plus fréquent et le plus ruineux jamais délivré aux investisseurs au cours d'un boom précédant immédiatement une crise financière découle de la conviction que « cette fois, c'est différent ». Ce conseil, qui suppose que les anciennes règles de valorisation ne sont plus valables, est d'ordinaire suivi avec vigueur. Nous nous débrouillons mieux que jamais, nous sommes plus intelligents, nous avons tiré les leçons de nos erreurs passées, expliquent en chœur professionnels de la finance et, trop souvent, responsables publics. Chaque fois, la société se persuade que le boom en cours, contrairement à tous ceux qui dans le passé ont été suivis d'effondrements catastrophiques, repose sur des fondamentaux sains, des réformes structurelles, des innovations technologiques et une politique avisée.

Étant donné l'ampleur des données sur lesquelles ce livre est construit, il n'est simplement pas possible de décrire en détail le contexte des centaines d'épisodes couverts. Cependant, les tableaux et figures parlent d'eux-mêmes : le problème est d'une nature singulièrement récurrente. Prenez la figure AP.1, qui montre le pourcentage mondial de pays, pondéré par leur PIB, qui se trouvaient en état de défaut sur leur dette extérieure à un moment donné.



**FIGURE AP.1.**

Dettes souveraines extérieures, 1800-2008.

Pourcentage des pays en défaut extérieur ou en restructuration, pondéré par leur part dans le revenu mondial.

La brève période des années 2000, représentée à l'extrémité droite du graphique, paraît assez bénigne. Mais était-il juste de déclarer, comme l'ont fait tant de dirigeants politiques en 2005, que le problème du défaut souverain sur la dette extérieure connaissait une nette rémission ? Avant que l'encre de ce livre ne soit sèche, la réponse sera hélas assez claire. Nous espérons que le poids des preuves fournies ici incitera décideurs et investisseurs à plus de circonspection la prochaine fois qu'ils déclareront : « Cette fois, c'est différent. » Ça ne l'est presque jamais.