

ÉVARISTE LEFEUVRE

Marchés financiers

LA LOGIQUE

Rapprocher les marchés et l'économie

DU HASARD

pour ne plus subir l'imprévisible

EYROLLES
Éditions d'Organisation

Les marchés sont devenus fous, les prévisionnistes n'ont rien vu venir, la pensée économique est en ruine.

Voilà ce que l'on a pu dire au lendemain de la violente crise qui a frappé toutes les économies en 2007/2008. Est-on désormais condamné à subir le hasard ? C'est la question que pose Évariste Lefeuve. Y a-t-il, comme on le dit, une sphère réelle et une sphère financière ? Sont-elles forcément déconnectées ?

Cet ouvrage propose une relecture de la crise, en dessinant une nouvelle façon d'aborder la prévision économique. Il donne de nouveaux repères pour comprendre la complexité des économies contemporaines. Oui, le hasard est un acteur majeur des marchés, mais il ne doit pas inciter au renoncement. C'est ainsi une vision originale et résolument positive qu'offre Évariste Lefeuve, pour une compréhension plus active et plus modeste des marchés.

ÉVARISTE LEFEUVRE est chef économiste de Natixis North America à New York. Normalien agrégé et ancien élève de l'IEP Paris, il est l'auteur de *Macroéconomie* (Éditions Matière à Savoir, 2005) et, avec David Abiker, du *Dictionnaire posthume de la finance* (Eyrolles, 2009).

Marchés financiers la logique du hasard

Éditions d'Organisation
Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05

www.editions-organisation.com
www.editions-eyrolles.com



Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2011
ISBN : 978-2-212-54820-4

Évariste LEFEUVRE

Marchés financiers la logique du hasard

Rapprocher les marchés et l'économie
pour ne plus subir l'imprévisible

EYROLLES

Éditions d'Organisation

« When you look at the mistakes of the 1920s and 1930s, they were clearly amateurish. It is hard to imagine that happening again – we understand the business cycle much better »

Gregory MANKIW¹

1. Gregory Mankiw, ancien conseiller économique du président Bush, dans le *Wall Street Journal*, 1^{er} février 2000.

Pour Christel

Je tiens à remercier Sophie Chardon et l'équipe de quants du Service de la recherche de Natixis pour leur curiosité quotidienne et leur rigueur implacable. Merci également à Patrick Artus et à Yann Gindre pour l'aventure américaine. À mes parents, pour leur relecture attentive, ma femme Charlotte pour son soutien sans faille et Florian Migairou pour son opiniâtreté. Je remercie enfin tous ceux qui, par leurs questions et suggestions quotidiennes, m'ont donné l'envie d'écrire ce livre.

Sommaire

Introduction.....	9
-------------------	---

PARTIE 1

Une réalité insaisissable.....	17
---------------------------------------	-----------

Les marchés financiers, grands absents des modèles	19
--	----

Du « <i>We just don't know</i> » au « <i>We can't just predict</i> »	45
---	----

PARTIE 2

Des perceptions biaisées.....	71
--------------------------------------	-----------

L'illusion du passé.....	73
--------------------------	----

La recherche de boucs émissaires.....	89
---------------------------------------	----

La tyrannie du consensus.....	95
-------------------------------	----

PARTIE 3

Des outils conceptuels limités.....	105
--	------------

Des investisseurs neutres face au risque ?	107
--	-----

Les corrélations dangereuses.....	127
-----------------------------------	-----

La grande illusion du retour à la moyenne	151
---	-----

La liquidité comme rouage des marchés financiers	171
--	-----

PARTIE 4

Pour une nouvelle approche des marchés financiers	181
L'état du débat sur les modèles économiques.....	183
Les marchés financiers comme source d'information.....	195
La réconciliation de l'économie et de la finance.....	213
La fin du monde normal.....	227
Le monde est complexe.....	243
Conclusion.....	253

Introduction

L'opposition stérile et dangereuse des sphères économique et réelle

On oppose trop souvent les sphères économique et financières. L'économie réelle vivrait de manière autonome avec quelques incursions, la plupart du temps néfastes, de la finance. La critique récurrente du « capitalisme financier » s'inscrit dans cette logique de césure entre le réel – l'économie quotidienne¹ – et le « virtuel », comme si la finance était complètement déconnectée du quotidien des hommes.

À bien écouter les pourfendeurs de la toute-puissance financière, les fonds de pension et autres actionnaires aux exigences démesurées de rentabilité sont à l'origine des excès et des dérèglements réguliers de l'activité économique réelle. Comment ne pas leur donner raison à première vue, ainsi qu'à ceux qui appellent à plus de réglementation des flux et produits financiers ? La violence de la crise que nous traversons et ses conséquences ravageuses sur la croissance et l'emploi étayent les positions les plus critiques à l'encontre de la finance.

1. L'étymologie du terme « économie » nous ramène à Aristote pour qui l'économie regroupe l'ensemble des principes de bonne tenue de la maison.

On pourrait revenir longuement¹ ou plus brièvement² sur les nombreux épisodes de bulles spéculatives qui ont émaillé l'histoire de l'humanité et des différents supports (tulipes, par exemple) qui ont généré des dérèglements spéculatifs collectifs aux conséquences économiques catastrophiques. Les mécanismes sous-jacents sont, sans surprise, souvent les mêmes et dépassent très largement le cadre de la seule finance.

Notre propos ici n'est pas de défendre une activité, des métiers ou une discipline qui d'elle-même saura opérer sa mutation, pour le meilleur ou pour le pire. L'histoire de la finance est en partie celle d'une succession d'innovations à vocation de contournement des réglementations et d'effets induits déséquilibrants. Comme nous le montrerons un peu plus loin, la finance a une capacité d'adaptation et – trop souvent – de détournement des règles qui est tant désopilante que désespérante et qui n'est autre que le reflet de cette capacité humaine à très vite oublier le passé et à renouveler les mêmes erreurs. Que dire aussi de ces règles ingénument qualifiées de prudentielles, créées pour tenter de juguler les excès (normes IFRS, Bâle), et dont les effets ont trop souvent été d'« importer » la volatilité des marchés dans les comptes des banques, assureurs et entreprises ?

Un autre sujet que ce livre n'a pas vocation à explorer est celui du renouveau des institutions de l'économie et de la finance mondiales qui devrait voir le jour dans les prochaines années. Une pluie d'ouvrages a déjà été consacrée à cette réflexion dont les pistes et contours restent encore flous : les dernières réunions du G20 ou, plus récemment, les déboires des institutions de l'Union européenne face à la crise grecque, montrent une fois de plus qu'en matière de régulation des mécanismes

-
1. Voir notamment Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes : a History of Financial Crisis*, John Wiley & Sons, 1983.
 2. John Kenneth Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil, 1992.

économiques et financiers, coordination et coopération sont bien souvent synonymes de plus petit dénominateur commun.

Nous nous plaçons sur un axe différent qui est celui des frontières (et non de *la* frontière) qui existent entre l'économie et la finance. Plus exactement, nous nous intéressons aux multiples brèches qui font que ces deux disciplines sont très fortement imbriquées entre elles mais également dans le quotidien et l'avenir. La faiblesse des liens entre ces deux mondes est souvent décriée – probablement à juste raison – par l'absence de bonne communication et de connaissances réciproques¹.

Assurément, il existe des outils qui permettent de faire le lien entre l'économie et la finance, à l'instar des indices de conditions financières, indicateurs qui regroupent plusieurs variables financières (taux d'intérêt, indices boursiers, spreads de crédit...). Ils sont censés donner une indication de leur influence, positive, neutre ou négative sur l'activité économique réelle. Hatzius, Hopper, Mishkin, Schoenholtz et Watson² affirment qu'ils « résument l'information sur l'état futur de l'économie contenue dans les prix courants des variables financières ». Ils rappellent aussi les multiples canaux par lesquels transitent les chocs financiers pour affecter la bonne marche de l'économie, parmi lesquels on retrouve les « canaux de transmission de la politique monétaire » ou les conditions d'accès au marché du crédit des entreprises. S'il ne fait aucun doute que les prix des actifs contiennent de l'information sur l'anticipation

-
1. Dans une interview au journal *Le Monde* du 26 mai 2008, Thomas Philippon, auteur de *Capitalisme d'héritier* (Seuil, 2007), livre son sentiment sur l'absence de vision d'ensemble des économistes : « Il aurait fallu [pour prévoir la crise] être à la fois un expert de la consommation des ménages, du marché immobilier, des prix des actifs financiers... » Dans son bref essai *Face à la crise*, Luc Ferry souligne toutefois que « la thèse selon laquelle ces deux économies [réelle et financière] seraient tout à fait séparables est inexacte et même absurde ».
 2. *Financial Conditions Indexes : A Fresh Look After the Financial Crisis*, NBER 19150, juillet 2010.

collective des opérateurs financiers, rien n'indique que celle-ci soit facile à traiter. Il ne faut pas non plus oublier à quel point les conditions économiques influencent la sphère financière, soulignant une imbrication et une interdépendance des deux mondes qui sont au cœur de ce livre.

Nous chercherons ainsi à montrer que la connaissance de quelques mécanismes et principes de base permet de mieux articuler ces deux disciplines. Il est possible, en effet, de comparer des vues – celles des économistes et des opérateurs – et d'expliquer pourquoi elles convergent ou bien divergent. La question de savoir qui a raison et pourquoi n'a pas toujours de réponse claire, mais au moins peut-on mieux comprendre ce qu'anticipent et craignent les opérateurs de marché et les économistes ainsi que leur scénario sous-jacent.

Entre rejet et reconstruction : les vues comme voie médiane entre la logique pure et l'imprévisible hasard

La théorie économique ne sort pas non plus indemne de cette crise. Dans son éditorial du 18 juillet 2009, l'hebdomadaire anglais *The Economist* cite cette critique sans appel de Barry Eichengreen : « Cette crise jette un doute sur à peu près tout ce que nous pensions savoir sur l'économie. » Même s'il prend la défense de cette science sociale en affirmant que « l'économie est moins une profession de foi servile qu'un prisme à travers lequel regarder le monde », la conclusion de l'éditorial résume presque à elle seule l'ambition de ce livre : « Les macroéconomistes doivent comprendre la finance, et les professeurs de finance doivent davantage considérer le contexte dans lequel les marchés évoluent. » On pourra ajouter que l'ensemble des opérateurs devrait s'efforcer de mieux comprendre ces interactions, meilleur moyen s'il en est de détecter l'émergence de bulles financières.

Il faut néanmoins comprendre que tout ne peut pas être expliqué, qu'il existe une large part réservée au hasard – les financiers parlent d'« aléa » – et qu'une autre reste opaque pour des raisons que nous développerons plus en détail par la suite. Certains facteurs techniques contribuent également à faire dérailler temporairement les marchés sans qu'aucune explication ne soit valide sur le fond. Plus généralement, l'absence d'informations disponibles, de données, peut « casser » la compréhension mutuelle de ces deux mondes. Un exemple introductif montre comment l'absence d'interaction entre les disciplines, de données disponibles sur les encours de produits financiers vendus de gré à gré, sur les contrats implicites entre banques et autres acteurs (*hedge funds*, par exemple) explique en partie l'échec des économistes à prévoir la crise. Nous montrerons néanmoins, afin de les dédouaner quelque peu, que l'absence de marchés organisés limite souvent l'information disponible et l'exhaustivité de l'analyse. On pourra aussi constater les dégâts des analyses parfois trop simplistes, et surtout exagérément fondées sur des références historiques hâtives, des opérateurs de marchés. On expliquera enfin la volatilité des prix par le besoin des investisseurs de se raconter des histoires : « stagflation », « déflation », « dépression », selon le cas.

L'objectif de ce livre n'est pas tant de revenir sur le passé que de présenter et mieux comprendre les interactions entre la finance et l'économie réelle. Il se place sur un plan pratique (comment faciliter la lecture des marchés financiers) et théorique (il est bon de connaître la structure de certains raisonnements de base en finance comme l'arbitrage, par exemple, tout en évitant un formalisme excessif).

La thèse qui y est développée repose sur l'idée qu'il n'y a pas plus de déterminisme en économie et en finance qu'un flou complet sur les perspectives à venir. Les croyances fondées sur les déterminismes, historiques ou non, nourrissent l'éclosion de gourous et génèrent des effets moutonniers ou irrationnels dont les effets sur les économies et les marchés sont souvent

désastreux. En revanche, l'imprévisible ne doit pas inciter à baisser les bras et à faire renoncer à tout exercice d'ébauche de scénarios.

L'héritage scientifique des années 1960-1970, qui conceptualisait l'économie de manière un peu trop mécanique, est désormais caduc. Les grands modèles de prévisions à équations multiples ne servent plus qu'à analyser l'impact de chocs potentiels ou de décisions de politique économique ou fiscale sur l'activité. De manière plus générale, mais toujours probablement encore insuffisante, les prévisions sont un exercice regardé avec la plus grande défiance. Comment prévoir, en effet, si le monde dans lequel nous vivons n'est pas probabilisable, ne répond que de manière parcellaire à des lois connues ; si le monde est soumis de manière aléatoire à des changements de régime ; si les marchés sont régulièrement dépendants d'événements extrêmes ?

Doit-on pour autant refuser de considérer l'avenir de manière sereine ? Sûrement pas. En revanche, il est important de connaître la portée, les limites de cet exercice pour éviter que tout excès de confiance ou de pessimisme n'en ternisse les conclusions. Entre les visions dignes des gourous et les prévisions mécaniques, il existe une troisième voie fondée sur les vues. Ces dernières s'apparentent à des scénarios mais s'en distinguent en ce qu'elles croisent les informations tirées des mondes économiques et financiers qui sont trop souvent opposés.

En utilisant des vues, on peut modifier la manière d'appréhender le futur. Le concept de vues repose sur une articulation pertinente, récurrente, entre les marchés financiers et l'analyse économique. Il requiert une bonne connaissance des outils financiers et économiques, de leurs limites afin de pouvoir en extraire des signaux sur ce que les marchés « attendent » collectivement, sur leurs hypothèses induites, sur la cohérence de ce scénario implicite avec celui tiré de l'observation des données économiques

La crise de 2008 a porté un coup violent, pour ne pas dire définitif, aux fondements des théories financières et économiques modernes. Ces dernières se caractérisent par la beauté de leur formalisme, une construction logique plaisante et facile d'usage mais dont les failles et les limites à représenter fidèlement le réel sont, à n'en pas douter, en grande partie responsables de la crise que nous traversons. Malheureusement, les récentes avancées théoriques et empiriques sont insuffisantes pour que s'impose dès aujourd'hui un corpus unifié. Se développe au contraire une juxtaposition de pistes qui forgent l'avenir de la compréhension des mondes économiques et financiers – au prix d'une certaine complexité.

À partir de ce constat, nous proposons une autre manière de « voir » l'économie et la finance en refusant de les opposer pour au contraire tirer de leurs interactions, au moyen d'allers-retours permanents, la construction de vues sur un futur possible. La démarche sous-jacente à l'ensemble repose sur une double grille de lecture :

- ▶ d'abord l'élaboration progressive de vues, fondées sur la panoplie de modèles et concepts existants. Ces vues sont une voie intermédiaire entre les prévisions dont l'exercice a fait son temps et les tenants du « *We can't just predict* ». Les vues sont une approche modeste du futur, construites sur la base des informations croisées et bien comprises des marchés financiers et des modèles économiques ;
- ▶ ensuite, la prise en compte de l'épuisement, voire de l'effritement, du socle théorique classique qui incite pour sa part à changer notre façon de faire et de voir. Plutôt que de s'obstiner à prévoir des variables économiques ou financières de manière inconditionnelle, c'est-à-dire sans se préoccuper outre mesure du contexte dans lequel elles évoluent, il semble bien plus rigoureux et préférable de tenter avant tout d'identifier le régime (de croissance, de risque...) qui se profile. Plutôt que de prévoir un comportement universel des investisseurs ou marchés, autant commencer par identifier plus

modestement les régimes dans lesquels ils sont susceptibles d'évoluer dans les périodes à venir.

Cette idée de régimes variables redonne tout son poids au concept de vues et à l'élaboration progressive d'un futur possible. L'exercice de « prévisions » portera surtout sur le régime qui, une fois identifié, nous livrera les outils statistiques et conceptuels les plus à même de nous guider.

Il existe donc une voie médiane entre le rationalisme, le formalisme excessif, la vision holiste qui a imprégné la pensée économique depuis plus d'un siècle et le renoncement de toute possibilité de maîtrise, même infime, du futur. La toute-puissance de l'efficience a fait son temps mais elle ne doit pas pour autant laisser la place au hasard pur, aux « *black swans* », événements extrêmes imprévisibles contre lesquels de plus en plus d'institutions financières tentent de vendre de la protection¹.

Leur ignorance a fait trop de mal ces dernières années pour qu'ils ne fassent pas partie intégrante du socle de l'analyse économique et financière. Ils ne doivent cependant pas obérer les tentatives de recherche d'un minimum de logique dans le hasard quotidien des marchés... C'est à l'aide des vues, de leur reconstruction permanente, que nous pourrons tenter de ne pas confiner l'avenir des économies et des marchés à une simple marche au hasard.

1. « Le nouveau produit à la mode à Wall Street est la peur », Bloomberg, www.bloomberg.com/news/print/2010-07-20/pimco-sells-black-swan-protection-as-wall-street-profits-from-selling-fear.html

PARTIE 1

Une réalité insaisissable

Les marchés financiers, grands absents des modèles

Les économistes pouvaient-ils prévoir la crise ? Olivier Blanchard¹, économiste en chef du FMI, a fait amende honorable au début de l'année 2009 en reconnaissant que « jusqu'à présent, il [je] pensait que l'intermédiation financière était un élément de faible importance dans l'analyse des fluctuations économiques ». Or, on sait désormais combien le « *credit crunch* », c'est-à-dire l'assèchement du crédit, les difficultés des banques mais aussi des entreprises et des États à accéder aux liquidités, ont été au cœur de la crise de 2007-2008.

Le *mea culpa* des économistes

Le *mea culpa* d'Olivier Blanchard est en quelque sorte celui d'une profession qui n'a jamais vraiment intégré le système financier dans le cœur de ses modèles. À l'entrée « Financial Intermediation », la base de données du National Bureau of Economic Research ne propose que dix documents de recherche sur un total de presque 15 000 ! Keynes², dans sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*

-
1. « The Crisis : Basic Mechanisms and Appropriate Policies », *IMF Working Paper*, avril 2009.
 2. Avant lui, la monnaie était « un voile » (Jean-Baptiste Say), c'est-à-dire qu'elle se superposait à l'économie réelle mais ne l'influçait pas.

(1936), avait pourtant initié une réconciliation de l'économie réelle et de la finance : le taux d'intérêt permet de faire le lien entre les marchés des biens et de l'emploi, et la finance (la monnaie est demandée pour effectuer des transactions mais également pour répondre au motif de spéculation, à savoir attendre des opportunités de placement rémunératrices).

Cette « synthèse », que l'on retrouve dans le modèle IS/LM, est bien connue des étudiants de première année d'économie. Elle a été élargie en 1963 au cadre d'économies ouvertes au commerce et aux flux de capitaux par les économistes Mundell et Fleming dont le premier a reçu le prix Nobel d'économie en 1999. Le rôle central du taux d'intérêt a là aussi été conservé puisque c'est par lui que sont déterminés l'équilibre de la balance des paiements, les entrées et sorties de capitaux, et la détermination du taux de change. Pour autant, le mécanisme de transformation de l'épargne en investissement – le rôle traditionnel des banques – et plus généralement l'intermédiation financière, ne sont pas du tout intégrés au modèle.

La difficile intégration de l'intermédiation financière dans les modèles

Plus d'un siècle après que sir Walter Bagehot a souligné leur rôle fondamental dans son *Lombard Street* publié en 1873, il revient à Diamond et Dybvig¹ d'avoir, en 1983, modélisé le système bancaire et les risques de liquidité, de fuite des dépôts qui sont au cœur des crises bancaires. Le point de départ de leur analyse est que les banques ont des engagements à long terme, des prêts octroyés pour des projets qui ne peuvent pas être revendus ou liquidés rapidement (on parle d'« immobilisation » en comptabilité). Leurs ressources, en revanche, sont pour la plupart constituées de dépôts à vue que les ménages peuvent retirer

1. Douglas Diamond et Philip Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, JPE, 1983.

instantanément sous la forme de billets. La panique peut à tout moment saisir les clients s'ils prennent conscience de cette asymétrie du bilan bancaire et comprennent qu'ils ne seront pas servis s'ils ne se présentent pas les premiers au guichet des banques. Cette modélisation est intimement liée aux épisodes passés de « *bank run* » américain du début du siècle dernier.

La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a mis en exergue le caractère contemporain de ce risque de liquidité et de défiance réciproque, à tel point que Nicolas Sarkozy a dû rappeler l'existence du Fonds de garantie des dépôts, créé en 1999 et dont l'objectif est « d'indemniser aussi rapidement que possible les déposants, mais dans certaines conditions et en particulier dans la limite d'un plafond de 70 000 euros, lorsque l'établissement auquel ils ont confié leurs avoirs ne peut plus faire face à ses engagements ».

Bien qu'instructif et fondateur, ce travail de recherche n'a pas débouché sur l'intégration du système bancaire dans la plupart des modèles, en raison notamment de son caractère trop restrictif sur le rôle global de l'intermédiation financière. Par ailleurs, la crise de 2007-2008 se distingue du modèle traditionnel car ce sont surtout les banques elles-mêmes qui ont refusé de se prêter entre elles plutôt que les ménages qui se sont précipités aux guichets pour retirer leurs fonds. C'est la défiance généralisée et le blocage du marché interbancaire où les banques se prêtent les fonds au jour le jour qui a précipité la crise.

Un risque de transformation généralisé

Pour bien comprendre le rôle fondamental des banques, il est nécessaire de connaître l'origine et la nature de leurs ressources. Elles doivent s'engager dans des prêts à long terme mais aussi assurer une stabilité de leur ressource, un exercice pas toujours évident.

On pourrait supposer par exemple qu'une banque finance un projet en empruntant des fonds sur une échéance similaire à sa durée de vie.

Elle serait prémunie du risque de liquidité mais devrait en revanche supporter un coût supplémentaire : on comprend aisément que son créancier puisse exiger une prime pour immobiliser son capital en prêtant à long terme¹. La question même de l'existence des banques serait alors posée puisque les entreprises pourraient avoir elles-mêmes recours directement aux créanciers sans différence de coût. Un tel phénomène, que l'on qualifie de désintermédiation, a été observé au cours des années 1990 : les grandes entreprises ont de plus en plus levé directement des fonds sur le marché de la dette des entreprises (appelé « marché du crédit »).

Mais les banques vivent encore. Leur existence vient de leur capacité à sélectionner, analyser, réduire l'asymétrie d'information entre elles et leurs emprunteurs², à bénéficier d'effets d'échelle et donc à pouvoir leur offrir des taux d'intérêt moins élevés que s'ils allaient (les petites entreprises, notamment) se financer directement sur le marché. Pour réduire leur coût de financement, elles se financent, au moins partiellement, à court terme.

En effet, un créancier sera moins exigeant s'il offre un financement sur une courte période³ car il dispose en quelque sorte d'une option de sortie. Pour la banque, le financement de court terme est donc moins cher mais plus « risqué » : en cas

-
1. Douglas Diamond et Raghuram G. Rajan, *The Credit Crisis : Conjectures About Causes and Remedies*, NBER 14739, février 2009.
 2. Voir Ben S. Bernanke, Mark L. Gertler, *Banking in General Equilibrium*, NBER 1647, juin 1983.
 3. Le financement de court terme que nous évoquons ici est un financement par dette renouvelable : contrairement à ce qui est souvent avancé, les dépôts ne servent pas à financer les crédits mais les crédits font les dépôts. C'est parce qu'elles octroient un crédit que les dépôts au passif des banques augmentent...

de refus de renouvellement de leurs crédits de court terme, les investisseurs pourraient la mettre en danger, surtout si les engagements (investissements) ne peuvent pas être revendus facilement.

L'analyse empirique¹ montre que plus les taux sont bas, plus les banques sont prêtes à s'engager dans des placements peu liquides financés sur la base de ressources de court terme. Ce phénomène décrit très clairement l'un des mécanismes à l'origine de la crise que nous avons traversée. Les banques n'ont pas tant été pénalisées par des fuites de dépôts que par une trop grande dépendance vis-à-vis du financement à court terme : un risque généralisé de transformation qui, comme on le verra, s'est diffusé bien au-delà du seul système bancaire.

Les objectifs de la politique monétaire et la complicité des banquiers centraux

Plusieurs modèles d'analyse de la politique monétaire ont tenté d'intégrer les marchés financiers. Sans répondre au débat sur le contrôle ou le ciblage des prix d'actifs (actions, immobilier...) par les autorités monétaires, on peut tenter de mieux comprendre les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Ce thème de recherche a été très populaire dans les années 1990 sous la plume notamment de Frederic S. Mishkin².

Quant à la question du ciblage des prix d'actifs (du contrôle éventuel des bulles) par les banquiers centraux, une réponse assez définitive a été donnée en 2000³ par l'actuel président de la Réserve fédérale : « Les règles [de politiques monétaires] qui

-
1. Douglas Diamond et Raghuram G. Rajan, *The Credit Crisis: Conjectures About Causes and Remedies*, NBER 14739, février 2009.
 2. Voir notamment *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER 5464, février 1996.
 3. Ben Bernanke et Mark Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, NBER 7559, février 2000.