

DE 2009 A 1929 : LES ENSEIGNEMENTS DE FISHER, KEYNES ET MINSKY

Version préliminaire

Desmedt Ludovic

Université de Bourgogne
LEG - UMR 5118 du CNRS
ludovic.desmedt@u-bourgogne.fr

Piégay Pierre

Université de Bourgogne
LEG - UMR 5118 du CNRS
pierre.piegay@u-bourgogne.fr

Sinapi Christine

Ecole Supérieure de Commerce de Dijon
CEREN - ESC DIJON
christine.sinapi@escdijon.eu

Introduction

Notre système économique connaît actuellement une crise majeure et, quatre-vingt ans après la crise de 1929, la comparaison entre ces deux périodes est intéressante. Tout d'abord, la crise actuelle semble être d'une ampleur qui égale celle des années trente. Par ailleurs, les mécanismes qui ont conduit à ces deux épisodes marquent des ressemblances troublantes. Enfin, les mesures envisagées actuellement pour atténuer les conséquences de la crise évoquent certaines politiques mises en œuvre aux Etats-Unis par Roosevelt. Les faits sont têtus : l'histoire se répèterait-elle ? Ce texte n'a pas pour ambition de comparer le déroulement précis de ces deux grandes crises. Nous voulons, à la lumière de la crise de 1929, dégager une grille d'analyse de la crise et des mesures de politique économique actuelles. La comparaison se fera à travers le prisme des analyses de la crise des années trente élaborées par Fisher, Keynes et Minsky.

Dans la première partie de cet article, nous nous intéressons aux mécanismes qui ont conduit à l'apparition de la crise. Il apparaît notamment que le « surendettement » identifié par Fisher et « l'optimisme irraisonné » mis en exergue par Keynes jouent tous deux un rôle primordial dans son déclenchement. Dans les deux cas, la dynamique du crédit bancaire est un

aspect essentiel. Le recours à l'analyse de Minsky qui s'intéresse plus spécifiquement aux structures d'endettement sera ici très utile pour appréhender la dynamique actuelle.

La deuxième partie de ce texte explore les mécanismes de propagation des crises. Nous revenons sur les caractéristiques de la *debt deflation* puis sur la séquence des événements. En dépit d'éléments récurrents, on peut noter une différence notable entre la crise de 1929 et la crise actuelle : il apparaît en effet qu'en 1929, la crise boursière s'est propagée au système bancaire et à l'économie réelle, alors qu'actuellement, le système de crédit a été impacté avant la sphère boursière. Nous revenons donc sur les mécanismes de l'instabilité financière.

Enfin, dans la troisième partie, nous mobilisons les enseignements des trois auteurs pour apporter un éclairage sur les mesures envisagées pour combattre la crise actuelle. Nous constatons que les recommandations de Fisher et Keynes concernant l'intervention par le biais d'un *policy-mix* sont aujourd'hui suivies. Les banques centrales ont injecté massivement des liquidités et baissé très significativement leurs taux directeurs. Les différents plans de relance et les mécanismes contracycliques automatiques conduisent par ailleurs les déficits publics à se creuser sensiblement. Si ces interventions sont nécessaires, elles ne semblent pourtant pas en mesure d'éviter les crises. Elles ont une vertu curative évidente mais un rôle préventif douteux, qui s'exprime sous la forme de dilemmes, celui de l'interventionnisme monétaire et celui de la liquidité. Les pistes à explorer pour éviter la survenue de nouvelles débâcles sont donc encore largement à explorer.

I Endettement et spéculation : aux racines de la crise

La crise de 1929 serait tout d'abord caractéristique d'une économie monétaire dont la sphère financière est développée. Cette idée est présente chez nos trois auteurs qui mettent au centre de la question l'analyse de ce secteur bancaire et financier. Lorsqu'il présente les grandes lignes de sa théorie monétaire de la production, Keynes affirme que "les booms et les

dépansions sont des phénomènes spécifiques à une économie dans laquelle (...) la monnaie n'est pas neutre".¹

1.1 Les points communs entre Fisher, Keynes et Minsky

Selon Fisher, le cycle débute avec une innovation qui ouvre des perspectives nouvelles et importantes de profits. Boyer (1988) rappelle la proximité du point de départ des analyses de la dynamique de Fisher et de Schumpeter. Cette rentabilité espérée incite les investisseurs à s'engager dans cette voie et implique un endettement de leur part. Ce dernier permet aux pionniers de dégager des bénéfices qui nourrissent convoitise et optimisme. Cet optimisme amène de nouveaux investisseurs et le niveau global de l'endettement croît. Les effets de leviers incitent les acteurs à s'endetter davantage tant que les résultats sont au rendez-vous. L'apport du chapitre 12 de la *Théorie Générale* est ici essentiel. Il est en effet bien connu que Keynes identifie les raisons de cet excès d'optimisme dans la constitution d'une convention haussière dans le cadre d'un mimétisme stratégique.²

Keynes part du constat que l'environnement économique est souvent fondamentalement incertain. Dans son article de 1937, il expose clairement son point de vue : "il me faut expliquer que par l'expression de connaissance 'incertaine', mon intention n'est pas simplement de distinguer ce qui est su avec certitude de ce qui est seulement probable. (...) J'utilise le terme dans le sens où (...) il n'y a pas de fondement scientifique sur lequel on puisse formuler quelque calcul de probabilité que ce soit".³ Aussi conclut-il qu'en ce qui concerne l'apparition et la portée de certains événements futurs, la seule chose que l'on puisse dire est que "tout simplement, nous ne savons pas".⁴

Cette caractéristique de l'environnement ne conduit néanmoins pas à l'absence de décision et à l'inaction. Keynes établit les bases de l'analyse du processus décisionnel avec les fameux "esprits animaux" : "les décisions humaines engageant l'avenir sur le plan personnel, politique ou économique ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ; (...) notre besoin inné d'activité constitue le véritable moteur des affaires, notre cerveau choisissant de son mieux entre les solutions

¹ Keynes (1933), p. 411.

² Cf. en particulier Favereau (1988).

³ Keynes (1937), p. 113-114.

⁴ *Idem.*

possibles, calculant chaque fois qu'il le peut, mais s'effaçant souvent devant les impulsions dues au caprice, au sentiment ou à la chance".⁵

Dans un tel contexte, les actions entreprises reposent sur des décisions subjectives dont la fiabilité peut se révéler fragile. On comprend ainsi que les agents cherchent à améliorer leurs performances en se référant à l'opinion commune et en adoptant un comportement mimétique. Le comportement moutonnier des investisseurs entretient le mouvement de hausse. Celui-ci se poursuit et s'amplifie, ce qui peut conduire à un excès d'optimisme entretenu par la réalisation des anticipations de profit, eux-mêmes liés à la hausse des prix des actifs entretenue par les achats du plus grand nombre. L'optimisme se transforme peu à peu en un optimisme excessif dans le même temps que le sur-endettement remplace l'endettement. "Le sur-endettement, dont on a admis jusqu'ici l'existence, doit avoir eu ses conditions d'apparition. Il peut avoir pour origines de nombreuses causes, dont les plus communes semblent être les nouvelles occasion d'investir avec un gros profit en perspective, en comparaison avec les profits et intérêts ordinaires, du fait de nouvelles inventions et industries, du développement de nouvelles ressources et de l'ouverture de nouvelles terres ou marchés. L'argent facile est la cause majeure du sur-endettement. Quand un investisseur pense qu'il peut faire plus de 100 pour cent de profit par an en empruntant à 6 pour cent, il sera tenté d'emprunter, et d'investir ou de spéculer avec l'argent emprunté".⁶

Développant l'analyse de Fisher, Minsky décrit également une dynamique endogène aux systèmes financiers capitalistes, dans laquelle l'innovation et la recherche de profit conduisent inexorablement au déclenchement d'une crise financière et au développement d'une dépression cumulative (*Debt Deflation*). Cette proposition est résumée dans "l'hypothèse de l'instabilité financière".⁷ De même, l'auteur affirme sa filiation à Keynes et à Schumpeter : "As economic theory, the financial instability hypothesis is an interpretation of the substance of the '*General Theory*'. [...] The financial instability hypothesis also draws upon the credit view of money and finance by Joseph Schumpeter".⁸

Si les mécanismes de la crise financière et de sa propagation sont explicitement ceux de la "debt deflation" déjà exposés par Fisher, ceux qui sous-tendent son déclenchement sont

⁵ *Idem*, p. 174-175.

⁶ Fisher (1933), p. 178.

⁷ Voir Minsky (1986) et (1992b).

⁸ Minsky (1992b), p. 1-2.

fondés sur une analyse plus originale décrite dans "l'hypothèse d'instabilité financière" (HIF). Celle-ci s'articule autour de deux "théorèmes".

1.2 L'instabilité financière

Le premier théorème définit les critères de la "fragilité financière" à partir d'une typologie d'analyse des bilans bien connue : *hedge finance*, *speculative finance* et *ponzi finance*. Plus la proportion de bilans "speculative" et "ponzi" s'élève, plus la fragilité s'accroît et avec elle le risque de crise. Cette fragilité reflète la structure d'endettement des bilans (engagements des entreprises, des banques et des ménages). La fragilité résulte non seulement de la composition des passifs, c'est-à-dire de la part de la dette comparativement aux financements par fonds propres, mais également de la qualité des actifs, c'est-à-dire de la capacité des investissements réalisés à générer des cash-flows futurs suffisants pour couvrir le service de la dette. L'accroissement de la fragilité financière résulte donc d'un accroissement de la prise de risque, à la fois financier (endettement) et opérationnel (sélection de projets d'investissements risqués).

Rappelons sommairement la typologie minskyenne. Pour les agents "prudents", les revenus issus de l'investissement permettent de couvrir la totalité des engagements financiers. Les entreprises financées principalement par fonds propres sont considérées comme prudentes. Les structures financières "spéculatives" sont celles dont les profits permettent de couvrir les intérêts mais sont insuffisants pour rembourser le principal. Les entités "spéculatives" doivent donc continuellement reproduire leur dette. Les structures financières de type "ponzi", enfin, sont celles dont les profits ne suffisent à payer ni les principaux, ni les intérêts. Les entités "ponzi" doivent augmenter leur endettement à chaque période afin de payer les intérêts et le principal. Cependant, l'accroissement des financements de type "ponzi" ne peut être infini. En effet, on a dans ce cas un accroissement de la dette, sans augmentation des actifs.

Deux situations peuvent caractériser un financement "spéculatif". La première renvoie à un financement spéculatif *a priori*. Le renouvellement de la dette résulte de l'insuffisance des revenus productifs attendus pour couvrir le coût initial de la dette. Le risque est présent dès la signature du contrat. La seconde situation peut être qualifiée de "potentiellement spéculative" : un financement *a priori* prudent peut se révéler spéculatif *a posteriori* si la

nature de l'engagement financier le rend sensible aux conditions du marché.⁹ Le risque de transformation, inhérent à l'activité bancaire, nécessitant un renouvellement permanent de la dette, entre ainsi dans cette classification : une élévation des taux d'intérêt peut rendre insoutenable une telle dette, initialement "prudente". Les critères de la fragilité financière, tels que définis par Minsky, sont donc fondés à la fois sur la comparaison *ex ante* des engagements financiers au rendement de l'investissement, mais également sur la sensibilité des financements aux variations du marché.

On peut alors classer les économies de la plus fragile à la plus robuste, en se basant sur la structure de financement des entités qui les composent : plus la proportion de financement prudent est importante dans "le spectre" des structures de passifs, plus l'économie est robuste. A l'inverse, plus la proportion de positions spéculatives et de financement ponzi est élevée, plus l'économie est fragile. Cette conclusion constitue le "premier théorème" de l'hypothèse d'instabilité de Minsky.

Le second théorème de l'HIF "est que au cours de periods prolongées de prospérité, les economies capitalists évoluent d'un structure financière dominée par les unités prudentes vers une structure dans laquelle le poids des unités engagées dans des financements spéculatifs ou ponzi est important ".¹⁰

L'accroissement de la fragilité financière est donc un résultat endogène, généré au sein de cycles financiers ascendants. Les moteurs de cette procyclicité de la prise de risque résident pour Minsky dans deux types de facteurs :

- "les dynamiques internes des économies capitalistes " ;
- et "le système d'interventions et de régulation mis en place pour maintenir l'économie dans des barrières raisonnables ".¹¹

Par dynamiques internes du capitalisme, Minsky renvoie aux deux caractéristiques clés, selon lui, des économies financières : la recherche du profit et l'innovation. Ces deux composantes agissent comme des incitations à la prise de risque lors de périodes prolongées de prospérité. Dans ce contexte, si les interventions publiques sont inadaptées (régulations financières et interventions des autorités monétaires en particulier), alors rien ne contre ces incitations ni ne discipline les comportements des agents. Les "forces" expliquant la génération des crises dans l'HIF pourraient ainsi être résumées comme la combinaison de

⁹ Cf. Arestis et Glickman (2002).

¹⁰ Minsky (1992b), p. 8.

¹¹ *Idem.*

l'innovation et de l'insuffisance des réglementations et de la surveillance financières, dont l'effet est d'alimenter la fragilité financière. Ces moteurs sont perçus comme endogènes aux systèmes capitalistes financiers, de même que la crise a un caractère endogène, ainsi que le postule Minsky : "L'hypothèse d'instabilité financière est un modèle d'économie capitaliste qui ne repose pas sur des cycles exogènes pour générer des cycles économiques de sévérité variable ".¹²

La validité de l'HIF est recherchée par Minsky dans la régularité des faits historiques. La référence fondamentale demeure celle de la grande dépression de 1929, ne serait-ce que parce qu'elle constitue le fondement des travaux de Keynes et de Fisher auxquels il se réfère. "La grande contraction réelle et financière aux Etats-Unis et dans les autres économies capitalistes à cette période fait partie des observations que la théorie vise à expliquer ".¹³ Mais l'HIF a une vocation plus générale, dont Minsky¹⁴ montre l'applicabilité en particulier aux crises des années 1980 aux Etats-Unis, laissant un testament peu encourageant : "Par conséquent, le mieux qui puisse être attendu est une continuation des miasmes actuels : une performance faible et stagnante ".¹⁵

On peut ainsi penser que le déclenchement de la crise se trouve inexorablement inscrit dans le mouvement de hausse autoentretenu qui précède le retournement du cycle. "Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes à la suite des revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence sur le rendement escompté est en réalité assez petite. (...) Le marché se trouve exposé à des vagues d'optimisme et de pessimisme irraisonnées, mais après tout compréhensibles en l'absence d'une base solide de prévision rationnelle".¹⁶

Les trois auteurs partagent la vision selon laquelle le système ne se régule pas de manière intrinsèque. La métaphore maritime de Fisher résume bien ce point de vue : "un tel désastre est analogue au 'chavirement' d'un bateau qui, dans des conditions ordinaires, est

¹² *Idem.*

¹³ *Idem*, p. 2.

¹⁴ Voir Minsky (1991) et (1992a).

¹⁵ Minsky (1992a), p. 20).

¹⁶ Keynes (1936), p. 166.

toujours près de l'équilibre stable mais qui, après avoir été incliné au-delà d'un certain angle, n'a plus tendance à retourner à l'équilibre mais, au contraire, à s'en éloigner de plus en plus".¹⁷

II La propagation de la crise : innovations financières et *debt deflation*

Aux deux périodes, c'est l'éclatement de la bulle (financière en 1929 et immobilière à la fin de la décennie 2000) qui provoque le « chavirement ». L'éclatement de la bulle spéculative alimente une crise auto-aggravante de type *debt deflation* qui se transmet à l'ensemble de l'économie. Nous verrons ainsi comment certaines pratiques ont conduit à la gravité de la crise par des effets de transmissions à tous les niveaux : d'une crise localisée dans un pays donné sur un secteur précis, on débouche sur une crise généralisée et mondialisée.

Malgré des similitudes en termes d'impact sur l'ensemble des économies, des différences notables entre la crise de 1929 et la crise actuelle apparaissent, essentiellement en ce qui concerne l'enchaînement des différentes phases.

2.1. Les innovations financières élargissent l'accès aux marchés

Au cours des années 1920, l'optimisme lié aux innovations (aviation, radio, cinéma...), conjugué au système des *call loans* (permettant aux courtiers et banquiers de prêter jusqu'à 90% des mises des investisseurs) alimente la hausse du Dow Jones. Paul Claudel, alors ambassadeur de France à Washington, signale en 1928 : « Toutes les barrières ont été emportées et l'orgie de spéculation et de pari sur l'accroissement indéfini et accéléré de la richesse du pays continue plus forte que jamais au moment où j'écris ces lignes. », (Claudel, 4 décembre 1928, p.61). Cependant, cette hausse s'inscrit dans un contexte général inquiétant. Dans son livre *La Crise économique de 1929*, Galbraith souligne les carences de la croissance américaine : "l'économie était fondamentalement malsaine. [...] Beaucoup de choses allaient de travers : [...] la mauvaise répartition des revenus, [...] la structure déficiente des sociétés, un mauvais système bancaire, [...] l'état incertain de la balance commerciale, [...] l'insuffisance des connaissances économiques". Claudel note dès février 1929 : « Comment parler d'une prospérité générale et en quelques sortes irrésistible quand les

¹⁷ Fisher (1933), p. 163.

industries fondamentales d'un pays telles que l'agriculture, les textiles, les mines et spécialement les mines de charbon, la navigation et jusqu'à l'année dernière les chemins de fer sont dans le marasme ? » (Claudel , 4 février 1929, p.83). En fait, lorsqu'à partir du 24 octobre le cours des actions commence à chuter, l'ensemble de l'activité industrielle s'est contractée depuis le mois de juin, certains secteurs éprouvant déjà d'importantes difficultés.

Dans un tel contexte, la chute continue de l'indice eut des répercussions désastreuses dans de multiples secteurs. Après les spéculateurs et les courtiers, les premières institutions à souffrir de cette décrue brutale des cours furent sans aucun doute les enseignes bancaires, acculées à la fermeture. Rappelons que le cas des USA était très singulier : contrairement aux secteurs bancaires de la plupart des pays occidentaux de l'époque, extrêmement concentrés, le système américain était constitué de très nombreuses petites banques locales (de multiples lois interdisaient le *branch banking*). Du fait de leur fort degré d'exposition aux *bank runs*, ces établissements apparaissent comme les principales victimes de la dépression des années 1930. En 1933, à peine la moitié des banques présentes en 1929 étaient encore en activité.¹⁸ Cette même année, on enregistrait encore 12,9% de faillites dans le secteur.¹⁹ De ce fait, le secteur immobilier a également souffert : une étude datant de 1934 sur ce secteur constate que "the proportion of mortgaged owner-occupied houses with some interest or principal in default was in none of the twenty two cities [surveyed] less than 21 percent".²⁰

Les événements récents s'inscrivent dans un contexte d'inégalités de revenus similaire à celui des années 1920 : "income inequality in the US is at its highest since that most doom-laden of years: 1929. Throughout the main English-speaking economies, earnings disparities have reached extremes not seen since the age of *The Great Gatsby*".²¹ Mais ces inégalités de revenus avaient alors pour résultat d'exclure de nombreux ménages américains de l'accès au marché immobilier. "Between 1890 and 1930, the number of housing units in the United States grew from about 10 million to about 30 million; the pace of homebuilding was particularly brisk during the economic boom of the 1920s. Remarkably, this rapid expansion of the housing stock took place despite limited sources of mortgage financing and typical lending terms that were far less attractive than those to which we are accustomed today.

¹⁸ Cf. Bernanke (1983).

¹⁹ Bernanke (2007) : "when Franklin Roosevelt took office in 1933, almost 10 percent of all homes were in foreclosure, construction employment had fallen by half from its late 1920s peak, and a banking system near collapse was providing little new credit."

²⁰ Hart in Bernanke (1983), p. 260.

²¹ Plender (2008).

Required down payments, usually about half of the home's purchase price, excluded many households from the market".²² C'est cette impossibilité qui fut levée au cours des années 2000 grâce à deux innovations : les crédits *subprimes* et la généralisation de la titrisation.

Au tournant des années 2000, du fait de l'augmentation des opérations hors-bilan (en particulier dues à la volonté de contourner les règles prudentielles) et à l'émergence de nouveaux acteurs, on a assisté à la montée en puissance d'un système bancaire parallèle.²³ Avec l'essor de la titrisation, la dissociation entre l'organisme qui octroie les crédits et ceux qui portent les risques s'approfondit. Les rehausseurs de crédit apportaient leur garantie aux produits structurés émis par les banques d'investissement.

Les banques et les autres institutions financières ont augmenté leur effet de levier en s'endettant davantage, dans une logique d'augmentation de la rentabilité financière. Les risques ont alors été répartis, par le biais de la titrisation, non pas dans l'ensemble de l'économie, mais au sein même du système financier, revenant notamment dans les banques : les établissements se sont mutuellement rachetés leurs titres en finançant ces opérations par de l'emprunt (Banque de France, 2009). La fragilité des bilans du système financier est ainsi à la fois accru par l'accroissement du levier, mais également renforcée par le risque de contrepartie inhérent à la structure même de ces contrats (marché de gré à gré). Elle est en outre en partie dissimulée du fait de la complexité de ces produits structurés et de l'opacité d'une partie des institutions incluses dans les opérations de transfert du risque (hedge funds notamment). La difficulté à estimer la taille du marché des CDS illustre ce dernier point (de 29 trillions de dollars à fin 2008 selon le Depository Trust & Clearing Corporation à 38,6 trillions selon l'International Swaps and derivatives Association ou 41 trillions suivant les données de la BRI).

Outre l'accroissement de l'endettement global du système financier favorisé par cette pratique, source de fragilité financière, la titrisation a également favorisé une concentration du risque. Ainsi, sur le marché des CDS, les 10 principaux vendeurs de protection réalisent plus de 90% des volumes de transaction. Le ratio de concentration est encore plus élevé aux Etats Unis, où 97% des volumes notionnels bruts sont traités par les cinq plus grandes banques commerciales, J.P. Morgan réalisant à elle seule 30% de l'activité (Banque de France, 2009). Ce risque de concentration s'accompagne d'un risque de corrélation lié au fait que le vendeur de la protection est lui-même fortement corrélé à l'entité de référence de la créance. Ainsi, au

²² Bernanke (2007).

²³ Cf. Brender et Pisani (2009).

1^{er} mai 2009, près de 40% des montants bruts de CDS à signature unique concernaient des entités de référence du secteur financier (Banque de France, 2009). Au lieu d'avoir redistribué le risque de crédit, la titrisation l'a donc en fait concentré au sein du système financier, sur un petit nombre d'acteurs extrêmement interdépendants. L'"interdépendance des bilans" au cœur de l'HIF apparaît comme un facteur particulièrement renforcé par la titrisation. Celle-ci a indubitablement joué de manière centrale dans les mécanismes de propagation de la crise.

Il semble que l'insuffisante régulation des CDO, CDS et sans doute également des institutions qui les ont transférées (SPV, hedge funds), puisse également être imputées à la nouveauté de ces pratiques non encore régulées.

D'après Brender et Pisani, le système bancaire parallèle à la mi-2007 atteint une taille au moins aussi importante que le système bancaire traditionnel. Paradoxalement, la réglementation destinée à discipliner le caractère risqué de certaines pratiques a conduit le système à proposer une offre de crédits hypothécaires en constante augmentation, contrairement à ce qui s'est passé dans les années 1920. L'indice Case-Shiller pour dix villes indique une hausse de 171% aux Etats-Unis entre 1997 et 2007.²⁴

A partir de l'été 2007, les défauts des ménages *subprimes* se multipliant, on assiste à une montée des primes sur les différents segments du crédit structuré, puis, le doute se généralisant, à l'ensemble des créances. Dès lors, les multiples intermédiaires financiers s'interrogent sur la fiabilité et la solidité de leurs bilans. La fermeture des deux *hedge funds* gérés par Bear Stern en juin 2007 inaugure la période des révisions déchirantes.

Ainsi, même si aux deux époques se conjuguent crises bancaire, boursière et immobilière, les enchaînements sont différents : les événements récents débutent dans l'immobilier et les banques, alors qu'en 1929 la crise, d'abord boursière, s'est ensuite propagée au système bancaire et à l'économie réelle.

²⁴ Cf. Orléan (2009), p. 17.

	États-Unis 1929-1933	États-Unis 2007 - ...
CONTEXTE	Fortes inégalités de revenu ; hausse du Dow Jones, stimulée par les <i>call loans</i>	Fortes inégalités de revenu ; boom spéculatif sur le marché immobilier (crédits <i>subprime</i> , titrisation)
SEQUENCE DES EVENEMENTS	A -> B -> C	C -> B -> A
Crise boursière (A)	L'indice Dow Jones cesse de monter le 3 octobre et le krach éclate le 24 octobre 1929. Le système des <i>call loans</i> met en difficultés courtiers et banquiers	La titrisation contamine les bilans des établissements financiers et dissémine l'illiquidité. Décrue des capitalisations boursières sur les principales places
Crise bancaire (B)	Existence de multiples établissements de petite taille exposés aux <i>bank runs</i> ; près de la moitié des établissements de 1929 fermés en 1933	Prolifération des intermédiaires et création d'un <i>shadow banking system</i> peu régulé ; la multiplication des défauts impacte ce système parallèle, ainsi que les banques d'investissement
Crise immobilière (C)	En conséquence des faillites bancaires et du niveau de chômage élevé, difficultés du secteur immobilier (en particulier celui de l'habitat rural)	Retournement du marché immobilier après une hausse ininterrompue des prix de 1997 à 2007

Voir également Boyer(2009)

2.2 Les facteurs de l'instabilité

Le cycle en pointe caractéristique de ces crises est lié au fait que dans la période de hausse, les agents pris dans une convention haussière ne voient pas le passage de l'endettement au surendettement, ni de l'optimisme à l'euphorie. "Le boom est une situation où le 'super-optimisme' l'emporte sur un taux d'intérêt qui, envisagé de sang-froid, eût été jugé trop élevé".²⁵ Les prix des actifs ont trop fortement monté par rapport aux perspectives de profit mais c'est justement le maintien du mouvement haussier qui permet d'éviter

²⁵ Keynes (1936), p. 320.

l'effondrement. Le mouvement a cependant une fin certaine. "La désillusion se produit parce que la confiance dans le rendement escompté se trouve tout à coup ébranlée. (...) Le doute, aussitôt apparu, se propage avec rapidité".²⁶ Les excès qui précèdent le krach en sont aussi la cause. Selon Keynes, le retournement de la tendance est lié à l'excès de spéculation : "puisque les marchés financiers organisés sont soumis à l'influence d'acheteurs qui ignorent pour la plupart ce qu'ils achètent et de spéculateurs qui s'intéressent plus à la prévision du prochain changement de l'opinion boursière qu'à l'estimation rationnelle du rendement futur des biens capitaux, il est conforme à la nature que les cours baissent d'un mouvement soudain et même catastrophique quand la désillusion s'abat sur un marché surévalué et trop optimiste".²⁷

Les conséquences de l'éclatement de la bulle sont clairement identifiées par Fisher. Le nécessaire désendettement implique de liquider ses positions. La convention se retourne brutalement et on assiste à un mouvement collectif de vente. Celui-ci est évidemment la cause de la chute du prix des actifs. Si la valeur des actifs chute, la garantie qu'elle constitue voit sa valeur diminuer d'autant et le poids de la dette dans les bilans augmente.

Les entreprises qui doivent dégager des liquidités acceptent de baisser leur prix de vente. La baisse du prix des actifs s'accompagne ainsi d'une baisse du prix des biens. Les marges diminuent et les entreprises réduisent leur production. Le chômage augmente et la richesse se contracte. Pour faire face à cette diminution de la demande consécutive à la hausse du chômage et la baisse des revenus, les entreprises poursuivent la baisse des prix. La baisse du prix des actifs est entretenue par les ventes en catastrophe. Comme le dit si bien Boyer, entre la recherche de la liquidité et la déflation s'établit une dialectique perverse.²⁸

C'est en effet la volonté de se désendetter qui est à l'origine de la déflation, elle-même à l'origine du gonflement de la dette réelle. Les efforts pour réduire l'endettement conduisent finalement à l'accroître : "la déflation causée par la dette réagit sur la dette. (...) Si le surendettement d'où on est parti était suffisamment grand, la liquidation des dettes ne peut pas suivre le rythme de la chute des prix qu'elle entraîne. Dans ce cas, la liquidation est la cause de son propre échec. (...) Ainsi, c'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente, (...) plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent."²⁹ Cette spirale déflationniste déprime l'activité ; les faillites des débiteurs conduisant à la faillite des créanciers, on assiste alors à l'effondrement du système tout entier.

²⁶ *Idem*, p. 315.

²⁷ *Idem*, p. 313-314.

²⁸ Boyer (1988), p. 189.

²⁹ Fisher (1933), p. 173.

Si la dette nominale diminue, le ratio dette/PIB croît du fait de la forte baisse de l'activité. Par ailleurs, la baisse de la dette nominale est plus que contrecarrée par la baisse des prix avec pour conséquence une augmentation de la charge de la dette en termes réels. "Ainsi aux Etats-Unis, de 1929 à 1933 (...) le ratio de la dette à la richesse interne croît de 55 % à 106 %. (...) De 1929 à mars 1933 (...) la charge réelle de la dette augmente de 40 %".³⁰ La ressemblance avec les évolutions du marché immobilier aux Etats-Unis dans la présente crise est frappante. Toutefois, nous n'assistons pas à une déflation généralisée, du fait de la mise en œuvre rapide et forte du *policy-mix*, qui s'est en particulier traduit par différents plans de sauvetage des banques.

L'originalité des propositions de Minsky réside sans doute dans le caractère endogène du retournement, ancré dans une théorie originale des prix des actifs et des facteurs déterminant le taux d'intérêt (Minsky, 1986). Ainsi que l'ont montré Nasica (1997) et Brossard (2001), lorsque le niveau de fragilité dépasse un certain seuil de soutenabilité, le taux d'intérêt s'élève de manière endogène, déclenchant le retournement du cycle et alimentant les mécanismes de la crise. De "l'interdépendance des bilans", s'ensuit alors une propagation de la crise à l'ensemble des acteurs. Le déclenchement de la crise et sa transmission au reste de l'économie résultent de mécanismes endogènes, que seule une intervention publique adéquate peut endiguer.

L'endogénéité de la crise s'inscrit dans les mécanismes décrits par l'HIF. En effet, Minsky montre que dans un contexte de fragilité financière élevée, une crise finit par se produire sous l'effet d'une hausse des taux d'intérêt qui pousse au défaut les entités ponzi et spéculatives. Les profits des firmes spéculatives sont en effet déjà insuffisants pour rembourser les principaux. Or, une hausse des taux d'intérêt se traduit par une augmentation des intérêts que ces entités devront payer. Leurs profits ne leur permettront plus de payer ces intérêts plus élevés ; elles deviennent alors des entreprises *Ponzi*. Pour survivre, ces dernières doivent augmenter leur endettement et la valeur de leurs fonds propres s'épuise alors rapidement (l'annulation des fonds propres signalant la faillite).

Or, les bilans des firmes (entreprises, banques et institutions financières) sont "interdépendants". L'interdépendance des bilans repose sur un raisonnement simple. Lorsqu'une firme s'endette, il existe un risque de non tenue de ses engagements financiers,

³⁰ Boyer (1988), p. 190.

assimilable au risque de défaut de l'entreprise et symétriquement au risque de contrepartie pour l'entité prêteuse (la banque). Or, les flux de liquidité qui constituent le service de la dette pour l'entreprise correspondent pour la banque à des revenus : ce qui constitue un passif au bilan de l'entreprise (dette) correspond à un actif dans le bilan de la banque (créance sur l'entreprise). La défaillance de l'entreprise se répercute donc sur la banque, qui peut se trouver à son tour dans l'impossibilité d'honorer ses propres contrats (son passif) et dans l'impossibilité de proposer de nouvelles dettes à d'autres agents. La défaillance d'une entité économique se répercute ainsi sur l'ensemble de l'économie du fait de "l'interdépendance des bilans".

Aussi les faillites des firmes "ponzi" se propagent-elles progressivement aux autres entités économiques qui leur sont liées. Privées des flux de liquidités de ces entreprises défaillantes, d'autres entreprises (les banques notamment) se trouvent à leur tour en difficulté pour honorer leurs propres engagements. En l'absence de ces fonds, ces firmes sont obligées de vendre d'urgence leurs actifs pour récupérer des liquidités. Ce qui conduit logiquement à un effondrement de la valeur des actifs et renforce encore la fragilité de leurs bilans. Une spirale de *cumulative debt deflation* est alors initiée. Dans sa définition initiale, le mécanisme de *debt deflation* prédit qu'une crise financière incluant une déflation (du prix des actifs) peut impliquer une dépression économique durable. Il découle de la nécessité, pour les emprunteurs, d'offrir des collatéraux en garantie de la valeur des emprunts. Si la valeur du collatéral passe sous le seuil de garantie prévu (déflation du prix des actifs), l'agent emprunteur subit un appel de marge pour reconstituer la valeur de son collatéral. Il est contraint à vendre dans la précipitation ses titres pour répondre à cet appel de marge, ce qui renforce la spirale déflationniste des titres (et déclenche un nouvel appel de marge). Ce mécanisme et le vocable de Fisher sont explicitement repris ici par Minsky.³¹

Notons que la chute des prix des actifs et la récession qui en découle sont également alimentées, dans la dynamique minskyenne, par la hausse des taux d'intérêt. Ce résultat réside dans une approche originale de l'investissement dans l'HIF. Minsky décrit une dynamique de l'investissement qui repose sur un système "à double prix". Selon cette approche, deux types de prix coexistent, définis de manière différente : le prix des actifs de capital et celui des

³¹ Pour Minsky, les ventes d'urgence de titres ne sont cependant pas explicitement liées à l'existence de contraintes de collatéral, mais résultent de la nécessité pour les entités économiques de trouver des liquidités dans un contexte de pénurie (la diminution des prêts interbancaires en raison d'une élévation de la préférence pour la liquidité des banques pousse les banques à vendre leurs actifs ; l'absence des encaissements attendus des entités ayant fait faillite constitue également un manque de liquidité compensé par des ventes d'actifs). Par ailleurs, dans les deux approches, la baisse des cours implique une baisse de l'investissement. Chez Minsky, cela découle du système de "double" détermination des prix des actifs que nous explicitons ci après.

produits courants. Le prix des actifs de capital est égal à la valeur actualisée des profits anticipés de l'actif considéré. Ce prix correspond à la valeur actuelle de l'investissement. Le prix des "produits courants" est égal aux coûts de production de ces produits auxquels est ajoutée une marge. L'investissement est déterminé par la différence entre le niveau de prix des actifs de capital et celui des produits courants. Si la valeur actuelle des profits générés par un investissement (prix de l'actif de capital) est supérieure au prix à déboursier pour réaliser cet investissement (prix du produit courant), alors l'investissement sera réalisé. "Il existe réellement deux systèmes de prix dans une économie capitaliste – un pour les produits courants et l'autre pour les actifs de capital. Quand le niveau de prix des actifs de capital est trop haut relativement au niveau de prix des produits courants, les conditions sont favorables à l'investissement ; quand le niveau de prix des actifs de capital est bas relativement au niveau de prix des produits courants, alors les conditions ne sont pas favorables à l'investissement, et une récession – ou une dépression – est indiquée."³²

Pour Minsky, le niveau de prix des actifs est donc déterminant de l'investissement, lui-même influant sur le niveau des profits futurs (et donc indirectement sur le risque de défaut de l'entreprise). Dans cette perspective, la hausse des taux d'intérêt implique que le taux d'actualisation permettant de déterminer la valeur des actifs de capital augmente et, par suite, que la valeur actualisée des profits attendus de ces actifs diminue. Cela se traduit par une chute de l'investissement puis une récession.

La récession ainsi amorcée entre alors dans une dynamique autoalimentée, la chute de l'investissement renforçant encore la fragilité financière de l'économie. En effet, si l'investissement chute, les profits des entreprises diminuent et deviennent inférieurs aux anticipations qu'avaient formulées les agents lors des périodes "fastes" précédentes. Cela signifie que les profits ne pourront plus valider les contrats de financement établis aux périodes précédentes, c'est-à-dire que le risque de non paiement des intérêts et des principaux s'accroît. Les profits ne sont plus compatibles avec la structure de bilan des entreprises : le degré de fragilité financière s'élève. Un engrenage infernal vers la crise paraît alors inévitable, celle-ci prenant la forme d'une déflation cumulative à la Fisher.

Cet enchaînement inéluctable : cycle ascendant, accroissement de la fragilité financière, hausse des taux d'intérêt, chute des prix des actifs de capital, crise de *cumulative debt deflation*, constitue la "théorie de l'instabilité financière" de Minsky.

³² Minsky (1986), p. 143

2.3 Fragilité financière et taux d'intérêt

Un élément de cette dynamique mérite encore d'être explicité : le retournement endogène des taux d'intérêt. Comme l'a montré Nasica (1997), la hausse du taux d'intérêt est également un phénomène endogène chez Minsky. L'analyse de l'activité bancaire et du processus de création monétaire développée par Minsky permet d'en rendre compte. Dans un premier temps, du fait de « l'euphorie » des périodes fastes et du comportement des banques qui cherchent à maximiser leur profit, le niveau d'endettement des entreprises s'élève. Par conséquent, le risque d'illiquidité augmente et la préférence des agents pour la liquidité s'accroît. Cette perception dégradée du risque affecte également les banques et l'offre de monnaie se contracte, sous l'effet d'une modification du comportement des banques. Or, la demande de monnaie est inélastique, car les projets d'investissements sont longs. L'offre de monnaie diminue alors que la demande de monnaie reste constante : cela se traduit par une hausse des taux d'intérêt. Parallèlement, la hausse du niveau d'endettement des entreprises augmente "le risque de l'emprunteur" et "le risque du prêteur", selon la définition qu'en donnait Keynes dans la *Théorie Générale*.³³ Le risque emprunteur est le risque perçu par l'entrepreneur lui-même. Au-delà du montant qui peut être autofinancé, l'investissement implique des charges financières certaines alors que les profits de la production sont eux incertains. Par conséquent, "le risque de l'emprunteur augmente avec le poids du financement externe et la diminution de la liquidité".³⁴

Or, puisque les prêts bancaires sont accordés sur la base des anticipations des entrepreneurs, l'augmentation du risque emprunteur se traduit logiquement par une élévation du risque perçu par le prêteur et donc par une hausse endogène du taux d'intérêt. Ce phénomène est encore renforcé par l'augmentation du risque du prêteur. En effet, le risque d'illiquidité et d'insolvabilité de la firme augmente avec son niveau d'endettement. Cela signifie, pour le prêteur, que le risque de ne pas percevoir les flux de liquidité prévus augmente. Ce risque prêteur reflète la perception de la banque. Il résulte également de la surveillance "par les pairs" qu'exercent les autres banques. En effet, les banques ont elles-mêmes besoin d'emprunter pour se procurer les liquidités nécessaires à leur activité. Si le risque d'une banque (risque prêteur perçu par les autres banques) augmente car le niveau d'endettement des entreprises qu'elle finance est élevé, alors ses pairs n'accepteront de refinancer cette banque qu'à un coût élevé. La banque voyant son taux d'intérêt

³³ Keynes (1936), p. 157-158.

³⁴ Minsky (1986), cité par Nasica (1997), p. 869.

« emprunteur » augmenter, répercutera cette hausse sur son taux d'intérêt prêté auprès des entreprises. La hausse du niveau d'endettement des firmes se traduit donc par une hausse du risque de l'emprunteur et du risque du prêteur, qui conduit à une hausse endogène des taux d'intérêt.

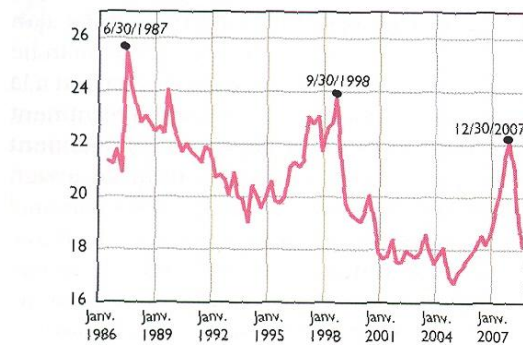
Pour Minsky, la fragilité financière d'une économie s'élève donc de manière mécanique lors des périodes de prospérité prolongée. Dans ce contexte de fragilité financière, une hausse des taux d'intérêt se produit nécessairement et déclenche une chute de l'investissement, alimentant l'engrenage vers la crise. L'instabilité financière dans cette approche ne réside donc pas dans des chocs exogènes qui déclencheraient des récessions plus ou moins sévères, mais résulte d'une dynamique interne à caractère endogène

La recherche de profit et l'innovation financière cumulée à l'insuffisance de la régulation des nouveaux instruments financiers et des intermédiaires financiers contribuent semblent-ils largement à expliquer les mécanismes à l'origine de la crise actuelle. Ainsi, l'émergence et le développement des crédits dits *subprime*, de la titrisation des risques de contre-partie et des instruments tels que les *Collateralized Debt Obligation* (CDO) et *Credit Default Swap* (CDS), combinés à l'insuffisance de la réglementation de ces produits structurés et des intermédiaires financiers les traitant, ont contribué au développement d'une fragilité financière d'un genre nouveau. Ces observations semblent constituer un écho éloquent aux prédictions du second théorème de l'HIF. En conséquence, on peut raisonnablement penser que les conditions d'une crise de *debt deflation* sont en place.

Si l'on s'applique à dérouler les étapes de la théorie de l'instabilité financière de Minsky, un rapprochement entre la crise actuelle et ces prédictions semble immédiat. Les conditions de cycle ascendant et de boom financier sont établies dans les années qui précèdent la crise. Cette situation est supposée, si l'on suit Minsky, favoriser l'accroissement de la prise de risque et des leviers d'endettement. Le rapprochement des leviers moyens des spécialistes en valeurs du trésor aux Etats-Unis et des cycles financiers est frappant (cf. graphique ci-dessous). Les pics de leviers coïncident systématiquement aux périodes qui précèdent les derniers krachs. La hausse de l'endettement et du risque associés au développement des crédits subprime illustre également cet accroissement de la fragilité financière jusqu'en 2007. En outre, les scénarios du retournement : propagation des faillites, krach des valeurs des titres, récession économique, suggèrent un scénario à la Minsky et une régularité empirique des épisodes de crise.

Graphique 1 Levier moyen des *primary dealers* aux Etats-Unis

(juin 1986 à septembre 2008)



Source : Banque de France (2009)

Au-delà de ce rapprochement, un certain nombre de facteurs de la crise actuelle semblent également s'inscrire de manière troublante dans l'analyse minskyenne. Le rôle de la titrisation est en particulier remarquable. La titrisation et les produits structurés qui y sont associés (CDO, CDS) consistent à transférer les risques de contre-patrie inhérents à des activités initiales de crédit vers d'autres agents, prêts à assumer et gérer ces risques contre rémunération. Cette pratique, issue d'une forme d'innovation financière et ancrée dans une incitation à la recherche de profit "inhérente aux systèmes financiers capitalistes" semble s'inscrire parfaitement dans les prédictions du second théorème de l'hypothèse d'instabilité financière.

Dans leur principe, les CDO et CDS permettent *a priori* de mieux gérer les risques au sein des systèmes financiers, de décharger les banques d'une partie de leur risque de contrepartie en leur fournissant une couverture (ce qui devrait réduire leur fragilité financière) et de transférer ce risque sur une autre entité de référence capable de le gérer. L'on voit mal alors en quoi ils peuvent être source de fragilité. Toutefois, dans la pratique, ces contrats structurés ont à la fois

- permis un accroissement considérable du levier des établissements financiers,
- renforcé l'interdépendance des bilans au sein du système financier,
- et alimenté des mécanismes d'appels de marge de type *debt deflation*.

Enfin, le mode de fonctionnement des appels de marge conditionnés à la notation de la contrepartie sur certains CDS a vraisemblablement contribué à alimenter des mécanismes de

debt deflation décrits par Fisher ou Minsky. Le principe consiste à pouvoir augmenter les appels de collatéral auprès d'une contrepartie dégradée. Ainsi, tant qu'AIG était notée AAA, elle n'avait pas à collatéraliser ses positions. La dégradation de sa notation a induit des appels de marge substantiels : 22,4 milliards de dollars ont ainsi dû être versés par AIG entre septembre et décembre 2009 à ses 20 principales contreparties au titre des appels de marge.

Outre le scénario même de la crise actuelle qui fait échos aux prédictions de l'HIF, le développement de la titrisation a initié une fragilité financière nouvelle dans sa forme. Cette fragilité trouve son origine, si l'on suit Minsky, dans la combinaison d'une incitation au risque "naturelle" aux systèmes financiers capitaliste et de l'innovation qui, en rendant les régulations en places inopérantes ou insuffisantes, permet un accroissement de la prise de risque.

III La sortie de crise : traitements curatifs et préventifs

Lorsque l'on assiste à des mouvements haussiers aussi rapides et importants que ceux qui ont précédé les krachs de 1929, 2000 et 2007, le gonflement de la bulle est perceptible par de nombreux agents. Pour que le mouvement haussier se poursuive, une mécanique du type de celle exposée par Galbraith dans sa "brève histoire de l'euphorie financière" est nécessaire.³⁵ Il faut en quelque sorte se persuader et persuader la convention que ce qui se passe est normal, contrairement à ce que l'on pourrait intuitivement penser³⁶. Il faut rendre normal et souhaitable un phénomène qui ne l'est manifestement pas, quitte à stigmatiser les plus sceptiques et les qualifier de réfractaires à la modernité. C'est alors que les discours récurrents sur la "nouvelle économie" apparaissent.³⁷ D'ailleurs, si le mouvement haussier est initié par une innovation et des perspectives de profits élevés, il semble bien y avoir une base "réelle" pour justifier le gonflement des dettes³⁸, des prix des actifs - financiers en 1929 ou 2000, immobiliers en 2007. Cependant, Fisher nous rappelait "[qu'] il y a probablement toujours une base tout à fait réelle pour la psychologie de 'l'ère nouvelle' avant qu'elle

³⁵ Cf. Galbraith (1992).

³⁶ Voir la métaphore bien connue du concours de beauté. Keynes précise que ce genre de phénomène "n'exige même pas qu'il y ait dans le public des pigeons pour emplir la panse des professionnels" (1936, p. 168). En fait, les agents participent avec plaisir au jeu tout en sachant pertinemment qu'il y aura nécessairement un ou des perdant(s) (*idem*).

³⁷ « Le plus comique dans l'affaire est que, dans chaque vague d'engouement financier, une vaste population d'analystes, d'experts, de professionnels et de politiques explique que, cette fois, c'est différent. Les innovations techniques ou financières justifient les espoirs de profit et garantissent que l'expansion financière est solide et que le cycle financier est vaincu par la flexibilité des marchés. », Aglietta (2008), p.39.

³⁸ La bulle de la dette selon les propres termes de Fisher (1933), p. 179.

n'emporte ses victimes. C'était certainement le cas avant 1929".³⁹ C'était également certainement le cas avant 2000 et 2007...

3.1 Le périmètre de l'action publique

Après 1929, la Fed ne s'est pas sentie investie d'une mission destinée à sauver les établissements bancaires en difficulté mais contraction du crédit ne fut pas uniquement créée par une politique hyper-restrictive de l'institution. En effet, la demande de crédits s'est indubitablement effondrée : la contraction des commandes industrielles, les difficultés de l'agriculture et de l'immobilier n'incitaient pas les agents à emprunter. Par exemple, les achats d'automobiles chutèrent des 2/3 entre 1930 et 1933. Comme le dit le gouverneur Harrison qui succéda à Benjamin Strong à la tête de la New York Bank : "if you give [the banks] *too much* excess reserves when they lack confidence it is just like flooding the carburetor of an automobile".⁴⁰

Au contraire, à l'été 2007, dès que l'importance de la crise est évaluée, la Fed se lance dans des opérations de renflouement extrêmement généreuses.⁴¹ Ceci n'empêche pas les grandes places financières d'entamer une décrue, qui entraîna une diminution de moitié des capitalisations boursière entre début 2008 et début 2009.

Si la fin des trente glorieuses marque la "deuxième mort de Keynes", on assiste certainement aujourd'hui à une sorte de résurrection de ses recommandations. Les mesures prises par les différents Etats sont en effet actuellement clairement d'inspiration keynésienne. Comme l'affirmait déjà Fisher dans son article de 1933 à propos de l'efficacité de la relance de Roosevelt : "ceux qui imaginent que la relance déclarée de Roosevelt n'est pas la cause de notre rétablissement, mais que nous avons 'de toutes façons touché le fond' se trompent lourdement".⁴² Fisher justifie la "relance" à plusieurs reprises et regrette que la politique monétaire n'ait pas été mise en œuvre plus globalement et plus longtemps après le krach de 1929.⁴³ L'absence actuelle de phase cumulative *debt deflation*, s'explique par la mise en œuvre rapide de politiques à coloration keynésienne, les mécanismes contracycliques ayant joué leur rôle. Etant donné son rôle essentiel dans la création monétaire et le financement de

³⁹ Fisher (1933), p. 180.

⁴⁰ Cité par Mayhew (1983), p. 358.

⁴¹ Sur le cas *Bear Stern*, voir Lordon (2008), p. 131.

⁴² Fisher (1933), p. 176.

⁴³ *idem*, p. 177.

l'activité, le sauvetage du secteur financier dans son ensemble a été impératif et globalement bénéfique. Les injections massives de liquidités et la baisse marquée des taux d'intérêt des banques centrales ont en outre joué un rôle crucial pour enrayer la spirale déflationniste dès le début du retournement du cycle. Il en va de même des différents plans de relance élaborés par les différents gouvernements.

Toutefois, si la mise en œuvre et les résultats bénéfiques de ces actions plus ou moins concertées ne sont pas véritablement sujets à controverses⁴⁴, des questions restent en suspens. Pour Fisher, "il serait aussi stupide et immoral de 'laisser faire la nature', que pour un médecin de négliger un cas de pneumonie"⁴⁵, encore faut-il que « le médecin » pose un diagnostic correct.

3.2 Le dilemme de l'interventionnisme monétaire et le dilemme de la liquidité

Si Keynes prône la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste une fois le point haut atteint, il pose les bases du dilemme : "la hausse du taux de l'intérêt, comme antidote à la situation créée par la persistance d'un flux anormal d'investissement, appartient ainsi à cette catégorie de remèdes qui suppriment la maladie en tuant le malade".⁴⁶ Il faut donc bien une intervention mais *après* le krach. "Plus tard un déclin du taux de l'intérêt contribuera grandement à la reprise et constituera sans doute une condition nécessaire à celle-ci".⁴⁷ Toutefois, lorsque le marasme bat son plein, cette baisse n'est sans doute pas suffisante car à ce point du cycle "la baisse de l'efficacité marginale du capital peut être si profonde qu'aucune réduction possible du taux de l'intérêt ne suffirait à contrebalancer. (...) Il n'est pas facile de ranimer une efficacité marginale du capital qui est en fait gouvernée par l'état d'esprit capricieux et déréglé des milieux d'affaires. C'est le retour de la confiance, pour user du

⁴⁴ On pourra ainsi noter que le gouverneur de la banque de France, C. Noyer, conclue sa préface à la dernière revue de la stabilité financière en citant Minsky : "Les caractéristiques structurelles des systèmes financiers évoluent en période d'expansion prolongée. Au fil de ces évolutions, 'le domaine de stabilité' (Minsky, 1982) se restreint" (Banque de France, 2009, p. VI).

⁴⁵ Fisher (1933), p. 176. Il faut appliquer une "respiration artificielle" et ne pas "laisser à la nature l'initiative de la reprise".

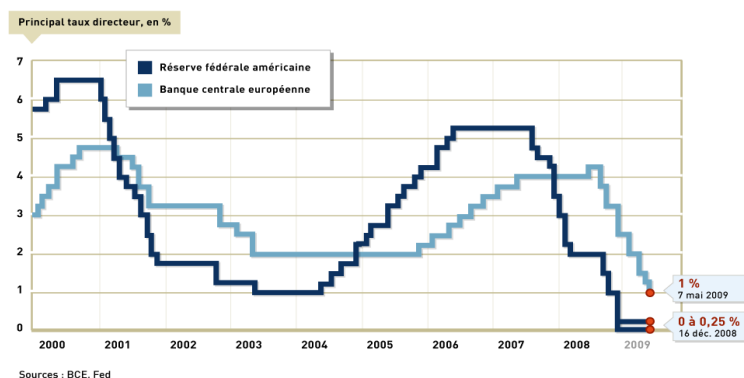
⁴⁶ TG 22 p. 321. Greenspan reprend finalement cet argument de Keynes : "le remède au boom n'est donc pas la hausse mais la baisse du taux de l'intérêt. Car il se peut que cette dernière permette à l'état qu'on nomme "boom" de durer. Le vrai remède au cycle économique ne consiste pas à supprimer les booms et à maintenir en permanence une semi-dépression, mais à supprimer les dépressions et à maintenir en permanence une situation voisine du boom". (*Idem*, p. 319).

⁴⁷ *Idem*, p. 314.

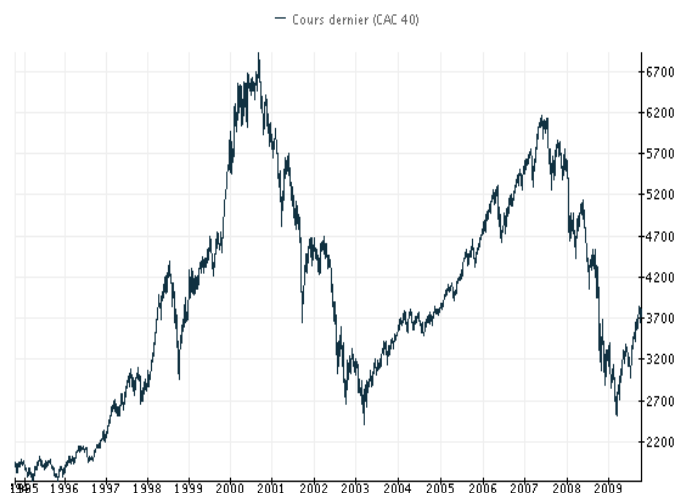
langage courant, qu'il est si difficile de provoquer dans une économie fondée sur le capitalisme individuel".⁴⁸

On connaît la nécessité de l'intervention sous la forme d'un *policy-mix* pour enrayer la spirale déflationniste, elle a d'ailleurs montré son efficacité dans la lutte contre la crise actuelle. Le problème qui se pose est dans la phase qui précède le krach. Un dilemme à la Greenspan en quelque sorte : le rôle de la banque centrale n'est pas de "casser" la croissance mais d'intervenir une fois la crise déclenchée.

La mise en regard des deux graphiques suivants indique deux choses :



Lemonde.fr



Boursier.com

En premier lieu, le déroulement des événements des années 2000 et 2007 marque une ressemblance troublante. Il apparaît également que la hausse des taux accompagne et précipite

⁴⁸ *Idem.*

le mouvement des cours. Plusieurs points méritent ici d'être soulignés. Le maintien d'un taux d'intérêt faible durant la phase exagérément haussière encourage le prolongement de la tendance. Si la chute est d'autant plus brutale que la hausse a été forte et rapide, on peut s'interroger sur la nécessité d'une telle politique. Par ailleurs, en suivant la logique de l'HIF, la hausse du taux d'intérêt qui déclenche le retournement du cycle est elle-même endogène et ancrée dans le comportement des banques et des agents.

Si l'on admet que le retournement est inévitable, il faut alors se poser la question de la régulation en amont. L'éclatement de la bulle est coûteux pour la collectivité du fait des ajustements réels sévères en termes de capital et de travail. L'intervention de l'Etat, bien que nécessaire, est également coûteuse en termes de creusement des déficits publics. Si l'on voit dans le mouvement exubérant de hausse le début de la crise (le retournement est en effet alors inéluctable même si sa date est incertaine), il convient alors d'infléchir ce mouvement. Sinon, et pour poursuivre dans la métaphore médicale chère à Fisher, cela reviendrait pour le médecin à diagnostiquer une maladie bénigne, à connaître ses risques d'aggravation, mais à ne rien faire en attendant que celle-ci soit officiellement déclarée. Dès les premiers symptômes, il s'agit de chercher les moyens permettant d'enrayer l'aggravation.

Le maintien des taux à un niveau faible constitue l'une des causes du gonflement puis de l'éclatement de la bulle internet. De même, la politique conjoncturelle volontariste qui a suivi ce krach explique certaines dérives du système dans la deuxième moitié de la décennie 2000. On peut se demander si l'étiage actuel des taux est annonciateur d'un nouveau cycle et d'une nouvelle crise. Le dilemme réside dans le fait que cette baisse est une condition nécessaire (mais non suffisante) pour limiter certains effets nocifs de la crise actuelle, mais doit-on pour autant se résigner à ce qu'elle nourrisse la bulle suivante ? Tout se passe comme si l'interventionnisme qui suit le retournement constituait le terreau fertile des crises futures. Ceci ne vise pas à mettre en doute la nécessité de marchés financiers liquides et efficaces. Néanmoins, se pose ce que Keynes appelle le dilemme de la liquidité : "si la liquidité du marché financier contrarie parfois l'investissement nouveau, en revanche elle le favorise le plus souvent. Le fait que chaque investisseur individuel se flatte de la 'liquidité' de sa position (ce qui ne saurait être vrai de tous les investisseurs pris collectivement) calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers les risques".⁴⁹

⁴⁹ Keynes (1936), p. 172.

Les innovations financières récentes ont contribué à disséminer ces risques. A propos de la titrisation, Orléan note qu'elle constitue "l'étape décisive du processus visant à promouvoir la liquidité financière"⁵⁰ et Bernanke, spécialiste de la grande dépression, remarquait en 2007 que ce changement était d'une importance majeure : "the shift from reliance on specialized portfolio lenders financed by deposits to a greater use of capital markets represented the second great sea change in mortgage finance, equaled in importance only by the events of the New Deal".⁵¹ L'intérêt social visant à rendre liquides les investissements immobiliers par la titrisation est très discutable. Si suite au krach du secteur immobilier les différents acteurs financiers du secteur ont été (dans un premier temps) sévèrement touchés, les ajustements réels en termes de capital et de travail ont eu des conséquences globales dramatiques. On peut ainsi douter des gains globaux pour la collectivité.

Eviter que certaines pratiques ou innovations financières puissent être dangereuses et délétères au niveau de la collectivité dans son ensemble est une ambition légitime qui ne remet pas en cause la nécessité du financement efficace de l'activité. Si Keynes a raison, et si "les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise",⁵² cela implique de veiller à ce que ce courant reste régulier. Mais, toujours selon Keynes, "la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses".⁵³ Et Keynes de regretter que la spéculation l'emporte sur "le but proprement social des Bourses de Valeurs [qui] est de canaliser l'investissement nouveau vers les secteurs les plus favorables sur la base des rendements futurs".⁵⁴ La recherche de la liquidité est utile et nécessaire car elle permet à l'investissement de se réaliser. Mais, pour reprendre l'expression de Keynes, "le fétichisme de la liquidité" peut se révéler "antisocial" car "du point de vue de l'utilité sociale l'objet de placements éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur"⁵⁵ et non de chercher à réaliser des profits à très court terme avec l'obsession de rester liquide. Finalement, la grande part des bénéfices revient aux joueurs, la grande part du risque pèse sur la collectivité.

⁵⁰ Orléan (2009), p. 53.

⁵¹ Bernanke (2007).

⁵² Keynes (1936), p. 171.

⁵³ *Idem.*

⁵⁴ *Idem.*

⁵⁵ *Idem*, p. 167.

La distinction entre l'entreprise et le casino incite à trouver l'équilibre entre la spéculation nécessaire à la liquidité des placements (et donc au développement de l'investissement) et l'excès de spéculation qui conduit le système à la crise avec les conséquences sociales que l'on connaît. Mais la stigmatisation de certains acteurs, tels les *traders*, évoque l'argument suivant : "il est généralement admis que, dans l'intérêt même du public, l'accès des casinos doit être difficile et coûteux. Peut-être ce principe vaut-il aussi en matière de Bourses".⁵⁶ Actuellement, on justifie la présence et le libre fonctionnement du casino, tout en affichant le dessein d'en interdire l'entrée à la part la moins discrète de sa clientèle...

Les marchés financiers qui assurent la liquidité des placements et donc le développement de l'investissement (bénéfice social collectif) sont aussi à l'origine de leur propre échec, du fait du manque de régulation. On retrouve ici en substance la signification de l'HIF : le système est intrinsèquement auto-fragilisant et non auto-régulateur. Keynes esquisse parfois des pistes telles que l'instauration d'une taxe sur les transactions⁵⁷, Minsky énonce également une série de mesures, incluant une surveillance de toutes les institutions financières par la Big Bank, et le pilotage des incitations au sein du système financier par les institutions publiques. A la différence de 1933 et des années 1980, de telles mesures existent aujourd'hui. Elles sont au cœur des débats consacrés à la réforme actuelle de la régulation financière. Ainsi, les mesures les plus consensuelles font écho à ces idées : encadrement des bonus et révision des ratios de fonds propres, ou encadrement accru des acteurs et instruments. Reste cependant à réaliser ce que Minsky déjà estimait le plus difficile : la mise en œuvre technique d'actions d'envergure, ainsi qu'une réelle volonté politique. A ce titre, au-delà des volontés affichées, le doute est permis. Ainsi, l'émergence de nouvelles formes de titrisation en 2009 (titrisation d'assurances vies et *remics* – titrisation de conduits sur prêts immobiliers déjà titrisés⁵⁸) ne semblent pas indiquer qu'un tel chemin soit réellement engagé, au moins à court terme.

Finalement, la dynamique endogène analysée par Minsky l'amène à des conclusions pessimistes. "Such a restructuring will enjoy only transitory success. After an interval, the basic disequilibrating tendencies of capitalist finance will once again push the financial structure to the brink of fragility. When that occurs, a new era of reform will be needed".⁵⁹

⁵⁶ *Idem*, p. 171.

⁵⁷ "la création d'une lourde taxe d'Etat frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux Etats-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise". *Idem*, p. 172.

⁵⁸ 30 milliards de dollars ont ainsi été levés fin septembre 2009 par Morgan Stanley sur des *remics* résidentiels.

⁵⁹ Minsky (1986), p. 370.

Conclusion

Quelles perspectives pouvons-nous tirer de cette lecture de la crise actuelle à la lumière de cette filiation Fisher – Keynes – Minsky ? Les analyses de nos trois auteurs donnent une explication globale cohérente de ce type de crises. Elles conduisent en particulier à s'intéresser au dilemme de l'interventionnisme et à celui de la liquidité, et pointent les risques d'emballement des processus d'octroi du crédit.

Chercher à résoudre les dilemmes évoqués nécessite un retour du politique au centre de la scène, car il s'agit d'élaborer des mesures importantes et nouvelles de régulation des systèmes financiers sophistiqués. La prise en compte de l'impact collectif de telles mesures est fondamentale, en regard des conséquences socio-économiques néfastes de ces catastrophes. Il est fort probable que les acteurs du système financiers n'aient pas cette capacité. Rappelons à ce propos ce qu'écrivait Keynes en août 1931 : "en honnêtes citoyens qu'ils sont, les banquiers ressentent une véritable indignation en face des périls dont fourmille l'univers mauvais dans lequel ils vivent. Oui, ils s'indigent quand les périls sont sur eux, mais ils ne les prévoient pas. [...] En vérité, s'ils sont sauvés, ce sera, je gage, malgré eux".⁶⁰

Références bibliographiques

AGLIETTA M. [2008], "Les crises financières : plus ça change, plus c'est la même chose", *Revue d'Economie Financière*, hors série, pp.39-45

ARESTIS P. et GLICKMAN M. [2002], "Financial Crisis in South-East Asia: Dispelling the Illusion the Minskyan Way", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.26, n° 2, p. 237-260.

BANQUE DE FRANCE [2009], *Quel avenir pour la régulation financière?*, *Revue de Stabilité Financière*, sept.

BERNANKE B. [1983], "Non-monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review*, Vol. 73, n° 3, p. 257-276.

⁶⁰ Keynes (1931), p. 158.

BERNANKE B. [2007], "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, August 31.

BOYER R. [1988], "D'un krach boursier à l'autre : Irving Fisher revisité", *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, p. 183-216.

BOYER R. [2009], "Feu le régime d'accumulation tiré par la finance", *Revue de la régulation*, vol. 5, premier semestre.

BRENDER A. et PISANI F. [2009], *La crise de la finance globalisée*, Repères, La découverte, Paris.

BROSSARD O. [2001], *D'un Krach à l'Autre*, Grasset, Paris.

CLAUDEL P. [1927-1932/1993], *La crise, Correspondance diplomatique, 1927-1932*, Métailié, Paris.

FISHER I. [1933/1988], "La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation", *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, p. 159-182.

GALBRAITH J.K. [1955], *The Great crash, 1929*, Hamish Hamilton, London.

GALBRAITH J.K. [1993], *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, London.

KEYNES J.M. [1931], "The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values (August 1931)", *Essays in Persuasion*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, Cambridge, p. 150-158.

KEYNES J.M. [1933], "Festschrift für Arthur Spiethoff (1933): 'a monetary theory of production'", in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII, Macmillan, Cambridge, p. 408-411.

KEYNES J.M. [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VII, Macmillan, Cambridge.

KEYNES J.M. [1937], "The general theory of employment", in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Macmillan, Cambridge, p. 109-123.

LORDON F. [2008], *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir, Paris.

MAYHEW A. [1983], "Ideology and the Great Depression: Monetary History Rewritten", *Journal of Economic Issues*, vol. XVII, n° 2, p. 353-360.

MINSKY H.P. [1986], *Stabilizing the Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.

MINSKY H.P. [1991], "Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic", *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, n° WP51.

MINSKY H.P. [1992a], "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions", *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, n° WP72.

MINSKY H.P. [1992b], "The Financial Instability Hypothesis", *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, n° WP74.

NASICA E. [1997], "Comportements bancaires et fluctuations économiques : l'apport fondamental d'H.P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers", *Revue d'économie politique*, n° 107, nov.-déc., p. 853-873.

ORLEAN A. [2009], *De l'euphorie à la panique*, Eds ENS rue d'Ulm, Paris.

PLENDER J. [2008], "Mind the gap", *Financial Times*, April 7.