

Les explications monétaires des crises et des cycles

Ce polycopié a trois enjeux :

1. Il s'inscrit dans la continuité du chapitre 2 en ajoutant des éléments aux théories économiques consacrées à la monnaie.
2. Il complète le chapitre 3 consacré à l'histoire de la pensée économique. Le rôle de la monnaie dans les fluctuations de l'activité économique, et plus généralement dans l'économie, constitue en effet un élément clé qui permet de distinguer différents courants de pensée.
3. Il anticipe sur le programme de deuxième année. Une partie du module 4 (« 4.2. L'intervention économique des pouvoirs publics ») est en effet consacré aux causes possibles des fluctuations économiques (« 4.2.1. Fluctuations économiques et politiques de régulation des cycles »). Ces dernières sont expliquées soit par des causes monétaires (que ce polycopié a pour objectif d'introduire) soit par des causes réelles (que vous découvrirez l'année prochaine).

I. Crises et cycles, de quoi parle-t-on ?

1. Cycle et crise désignent les irrégularités de la croissance économique

De très nombreux termes servent à désigner les irrégularités de la croissance : conjoncture, fluctuation, expansion/récession, dépression, crise, cycle court/long. Commençons par préciser ce que ces notions recouvrent.

La conjoncture est l'état d'une économie à un moment donné de son histoire. Elle renvoie à une analyse de courte période des évolutions des grandes variables macroéconomiques que sont la production, la consommation, l'investissement, les revenus, le chômage, ... soit « l'ensemble des éléments concourant simultanément à caractériser une situation temporaire donnée » (*Dictionnaire d'économie et de Science sociales* de C.D. Echaudemaison aux éditions Nathan).

Une fluctuation correspond à une variation du niveau ou du rythme de l'activité économique au cours d'une période donnée, de court ou de long terme. C'est donc le terme le plus générique pour désigner les « irrégularités de l'évolution des grandeurs économiques (production, emploi, revenus, investissement, ...) au cours du temps » on peut le résumer en ces termes : « mouvement de l'activité économique ».

L'expansion et la récession désignent respectivement un mouvement d'accélération et de ralentissement du rythme de l'activité économique (c'est-à-dire de la croissance à court, moyen ou long terme). Ces termes peuvent désigner les deux phases d'un cycle, mais ce n'est pas obligatoirement le cas (on peut connaître une récession conjoncturelle et irrégulière). Traditionnellement la récession désignait la phase du cycle caractérisée par la baisse de l'activité économique (phase de recul de la production) mais depuis 1950 elle désigne aussi une phase de ralentissement de la croissance de la production ou un recul de production limité dans le temps (donc différent de la dépression).

La dépression (ou contraction) est la phase du cycle caractérisée par une contraction cumulative de l'activité (baisse du volume de la demande et de la production, baisse des revenus réels, montée du chômage). Au sens plus large c'est la « phase de grandes difficultés de l'activité économique ». Dans les faits on parle de dépression quand le taux de croissance du PIB est négatif durant trois trimestres consécutifs

La crise est, au sens strict, le moment de retournement de tendance de l'activité économique, elle intervient au « pic » de l'expansion, quand apparaît la récession ou la dépression. Étymologiquement cela renvoie à un moment de paroxysme dans l'évolution d'une maladie ; le mot allemand *krisis* désigne ainsi le moment dans une maladie où l'état d'un malade peut soit

s'améliorer soit empirer. Chaque crise a des caractéristiques particulières mais des traits communs peuvent être identifiés :

- une contraction brutale de la production,
- une chute des prix ou un risque déflationniste,
- de nombreuses faillites,
- la montée du chômage et la baisse des salaires,
- des tensions sociales,
- avec souvent un krach bancaire ou boursier comme détonateur.

Un autre sens de la notion de crise est la période relativement longue de ralentissement économique. C'est ce que désigne par exemple les notions de crise de 1929 ou encore de crise de 2008.

Cycle : une définition classique est donnée de cette notion par les économistes américains Arthur F. Burns et Wesley C. Mitchell dans un article paru en 1946 : « un cycle consiste en des phases d'expansion affectant quasi simultanément différentes activités économiques, suivies par des récessions puis des reprises, qui forment la phase d'expansion du cycle suivant ». Un cycle est donc une alternance relativement régulière et repérable à l'intérieur des fluctuations de la conjoncture.

Les cycles peuvent être étudiés sur des périodes de référence très différentes. On distingue ainsi :

- des cycles de courte période (appelés cycles **Kitchin** : 30 à 40 mois)
- des cycles des affaires ou cycles **Juglar** (6 à 10 ans)
- des cycles de longue période (**Kondratieff**, 50 à 60 ans).

Nous nous intéresserons essentiellement ici aux explications monétaires du cycle des affaires.

Le point essentiel à noter est que parler de cycle consiste à faire une hypothèse forte sur la nature des fluctuations : elles ne s'expliquent pas par la conjoncture du moment, mais par la variation régulière d'une ou plusieurs variables économiques (le crédit et la monnaie pour les cycles Juglar, comme pour Ralph George Hawtrey ou Friedrich Hayek ; les prix pour les cycles de long, cycles mis en évidence par Nikolai Kondratiev).

Quelques représentations schématiques des cycles :

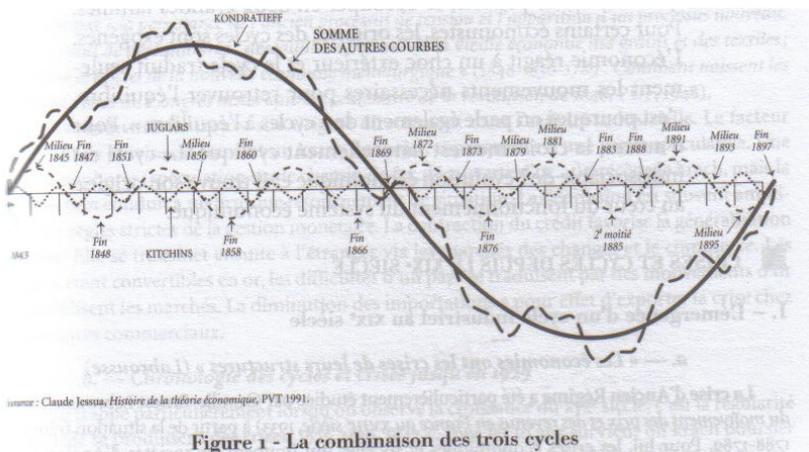
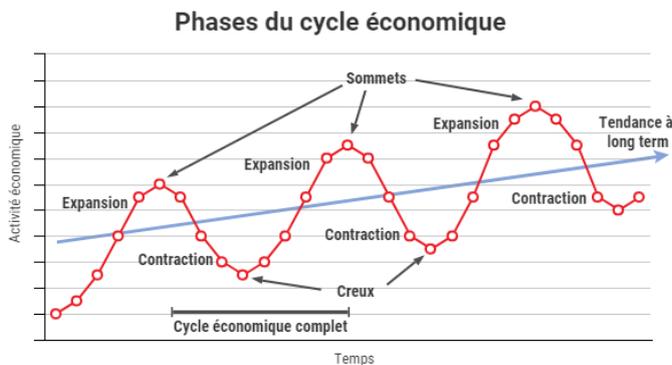


Figure 1 - La combinaison des trois cycles

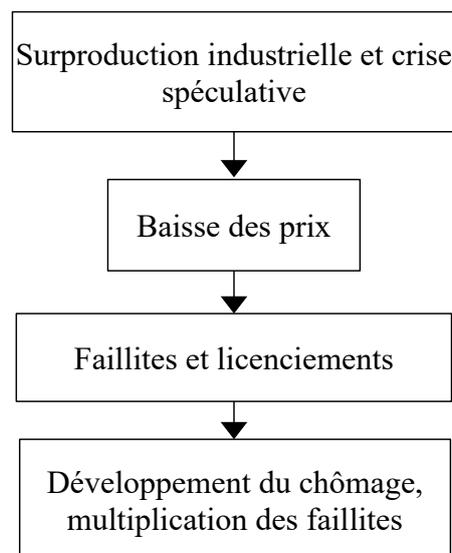
2. La naissance des crises modernes au 19^{ème} siècle

La nature des irrégularités de l'activité économique a profondément changé, à mesure que le capitalisme évoluait lui-même. Ainsi, les PDEM n'ont plus connu de dépression durable depuis 1945, et les années avec un taux de croissance négatif du PIB en volume sont exceptionnelles (quatre seulement dans le cas français : 1975, 1993, 2009 et 2020). À l'inverse, le début du 19^{ème} siècle est encore marqué par des crises courtes mais régulières, qui occultent d'ailleurs, aux yeux des contemporains, l'existence de la croissance.

Selon Jean Lescure, entre le début du 19^{ème} et 1929 on relève habituellement 14 crises : 1810, 1818 (pour certains 1816), 1825, 1837, 1847, 1857, 1866 (parfois 1864-66), 1873(-77), 1882(-84), 1890(-93), 1900(-04), 1907, 1920(-22) et 1929 (*Des crises générales et périodiques de surproduction*, 1932). Notez qu'il y a des décalages de dates qui correspondent à des décalages entre pays.

Les analyses de ces crises montrent qu'elles ont changé de nature. Pour certains historiens des faits économiques, la première « crise moderne » apparaît après 1851. Ces crises, appelées également crises industrielles, reposent sur un mécanisme différent des crises de subsistance et des crises mixtes qui les ont précédées car elles ne démarrent plus dans l'agriculture (des crises qui ont pour origine une sous production agricole liée à des événements exogènes) mais au contraire dans la sphère financière ou dans l'industrie, les deux étant de plus en plus liées.

Enchaînements caractéristiques des crises modernes



Quelques **exemples** historiques permettent de comprendre le déroulement de ces crises modernes qui sont des crises de surproduction (industrielle et aussi agricole) et qui débouchent sur des problèmes de débouchés et la baisse des prix (déflation) : **voir annexe**.

Ces exemples permettent de comprendre les caractéristiques des crises industrielles

Ces crises associent le plus souvent une faillite bancaire et un krach boursier. Ce scénario repose sur un ralentissement dans certaines activités industrielles, les chemins de fer par exemple, qui entraîne une moindre rentabilité des actions et précipite la crise de confiance des actionnaires. La **crise boursière** est ainsi la **conséquence du ralentissement économique**.

Ces crises se traduisent par un effondrement des prix industriels en raison des surcapacités de production et d'une demande déprimée.

Les **surcapacités de production** dans certains secteurs sont également caractéristiques : par exemple la fin de la construction d'un réseau ferré laisse des surcapacités dans l'industrie métallurgique, qui entraînent une baisse des prix.

Avec un marché du travail non protégé, les salaires plongent aussi et le chômage augmente : l'importance de la crise est liée à la flexibilité des salaires et des prix.

Conséquence : on peut avoir une **lecture optimiste de ces crises** en les considérant **comme des moments de régulation nécessaires**, alors que des surcapacités sont apparues dans certains secteurs et qu'il faut donc ré allouer les facteurs de production dans d'autres. Ces crises peuvent ainsi très bien s'analyser comme des moments de retournement dans des cycles économiques : c'est précisément ce que proposeront Juglar et Schumpeter, et c'est l'analyse de Juglar que nous allons ici présenter.

II. Les explications monétaires du cycle des affaires

1. L'explication par Juglar du cycles des affaires

Clément Juglar est un médecin et économiste français parmi les premiers à s'intéresser à la question des cycles. Dans *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis* (ouvrage paru en 1862), il met en évidence l'existence d'un cycle des affaires et propose une explication monétaire de ce dernier.

Son idée de départ est que « **la crise naît de la prospérité** » ou encore que « **la seule cause de la dépression, c'est l'essor** ». Cela signifie qu'en période d'expansion se préparent les conditions du retournement de conjoncture. Les agents ont en effet **confiance en l'avenir** et cette confiance sans réserve **conduit à des comportements imprudents** :

- Une augmentation de l'octroi de crédit, les banques ayant la même euphorie
- Une augmentation de la spéculation sur les marchés, en particulier les marchés financiers, les agents pariant sur une évolution favorable des prix (c'est-à-dire sur une hausse du prix des actifs).

Dans ce contexte d'euphorie, la course aux profits pousse les industriels et les commerçants à demander des crédits de complaisance, les risques sont sous-estimés et le **financement externe par le crédit augmente. Mais arrive un moment où les banques s'inquiètent devant la diminution des réserves métalliques** par rapport au niveau des crédits. La crise apparaît alors comme la sanction face à une demande artificiellement gonflée, venant de l'abus de crédit, et liée à la spéculation.

L'analyse proposée par Juglar repose sur une explication endogène du cycle

1. Les phases d'essor sont permises par l'octroi de davantage de crédits mais conduisent à la diminution des réserves métalliques des banques et au développement exagéré de l'escompte.

2. Au moment de la crise, les agents ont besoin de nouveaux crédits pour honorer leurs traites à échéance mais les banques prennent conscience des risques et augmentent les taux. Pour trouver des liquidités afin de faire face à leurs engagements les agents sont alors prêts à vendre à perte leurs actifs, ce qui précipite la baisse des prix et met en danger les spéculateurs. Les agents perdent alors confiance et la demande de crédits diminue, jusqu'à l'assainissement complet du système, les entreprises restaurent progressivement leurs bilans, et l'économie est prête à une nouvelle phase d'expansion.

3. Durant la dépression, il y a désendettement, une résorption des capacités de production excédentaires et les prix baissent jusqu'à permettre la reprise de la demande.

Pour Juglar, la crise a donc une vertu positive

Elle permet en effet de restaurer des conditions de rentabilité normale et d'éviter le sur crédit. C'est un moment d'assainissement du système, une sorte de purge. C'est aussi une sanction pour les firmes ayant pris trop de risques, c'est-à-dire celles qui sont surendettées : « disparaissent ainsi toutes les maisons douteuses que des moyens artificiels de crédit avaient soutenues, et qui, favorisées par la hausse de tous les produits dans les années prospères, s'étaient lancées avec un capital insuffisant dans les plus vastes spéculations » nous dit Juglar.

2. Les autres analyses monétaires du cycle des affaires

Nous avons vu que Juglar propose une analyse monétaire du cycle des affaires. C'est ce que feront également le suédois Knut **Wicksell** et l'anglais Ralph George **Hawtrey** mais leurs analyses diffèrent en ce que ces derniers vont proposer des **analyses exogènes du cycle**.

L'analyse de Knut Wicksell

Dans *Les causes déterminantes de l'intérêt et des prix des biens* (1898), Wicksell propose une réflexion contre la théorie quantitative de la monnaie : il défend l'existence d'une relation entre le taux d'intérêt nominal, le taux d'intérêt réel et le niveau général des prix . Il montre ainsi que la création monétaire a des effets sur les variables réelles par le canal du crédit.

Ainsi, quand le taux d'intérêt bancaire pratiqué par les établissements de crédit est inférieur au rendement du capital au sein des entreprises, celles-ci ont intérêt à emprunter d'où une augmentation de l'investissement, c'est-à-dire :

- une augmentation des capacités de production
- mais aussi une hausse de la demande et une hausse des prix des biens de consommation.

La fin de l'expansion se produit quand les banques sont contraintes de restreindre le crédit (en régime d'étalon-or leur activité de crédit dépend du niveau des réserves en or) d'où la fin de la hausse des prix car la demande se stabilise.

Quand le taux bancaire devient supérieur au rendement du capital alors se déclenche un effet déflationniste (l'investissement ralentit et les entreprises se désendettent).

Wicksell défend ainsi l'idée que **la politique discrétionnaire des banques en matière de taux d'intérêt est à l'origine des cycles**. Cette thèse est intéressante pour comprendre les fluctuations de l'activité économiques postérieures, comme celles constatées au cours des Trente Glorieuses mais elle pose un problème de validation empirique (elle nécessite par exemple de savoir comment mesurer le taux de rendement du capital).

Il est intéressant de souligner que des économistes comme Lawrence H. Summers expliquent la stagnation séculaire par l'existence d'un taux d'intérêt naturel négatif (dans un contexte d'excès d'épargne) alors que le taux d'intérêt bancaire ne peut pas descendre en dessous de zéro. Ce point sera abordé dans le cadre du chapitre consacré à la croissance.

L'analyse de Ralph George Hawtrey

Dans un ouvrage paru en 1928 (*Trade and Credit*) il propose une analyse monétaire des crises alternative dans le contexte de l'étalon-or

Selon Hawtrey, « **le cycle est un phénomène purement monétaire** ». En effet, quand les banques disposent de liquidités, le taux d'intérêt baisse de sorte que lorsque les marchands adressent une demande plus forte aux producteurs ceux-ci s'endettent pour investir, c'est ce qui provoque l'expansion. Le retournement s'explique par le fait qu'en régime d'étalon-or les banques doivent respecter une contrainte forte qui est une stricte proportion entre la masse monétaire en circulation et les stocks d'or qu'elles possèdent . Or la croissance conduit à une augmentation de la masse monétaire d'où une élévation des taux de réescompte des Banques centrales et la restriction du crédit des banques commerciales. Ces éléments déclenchent une baisse des prix et des taux d'intérêt élevés, deux éléments défavorables à l'investissement. Mais au fur et à mesure du remboursement des dettes, il y a diminution des demandes de crédit d'où de nouvelles conditions pour un cycle. Au total, **c'est l'étalon-or qui est responsable des cycles économiques**. Pour supprimer les cycles Juglar, Hawtrey évoque ainsi la suppression de la convertibilité-or des monnaies.

III. Les analyses monétaires des fluctuations économiques au moment de la crise de 1929

1. La crise de 1929 : quelques faits

1.1. Une crise boursière comme élément déclencheur

La « Grande Crise » commence par une crise boursière, qui a rapidement dépassé tout ce que l'on avait connu par son ampleur. À noter : le point culminant de la crise est 1932 et non 1929.

Début 1929, la progression boursière est vertigineuse aux États-Unis et relève d'une logique essentiellement spéculative, puisqu'elle ne correspond pas à une hausse de même ampleur des profits et de la production. Cette hausse est surtout sensible entre 1928 et 1929, et est favorisée par trois facteurs :

1. Les transformations du capitalisme américain (concentration industrielle et financement boursier de l'activité économique)

2. Des entrées massives de capitaux étrangers pour acheter des valeurs américaines et profiter de l'élévation des cours.

3. L'essor de la spéculation qui est permis par le recours au crédit à court terme. Aux États-Unis se développent les *investment trusts* et les *management trusts*, des intermédiaires financiers qui remplissent un rôle que le système bancaire américain ne remplissait pas. Ce sont des filiales spécialisées dans la vente d'actions qui sont créées en raison des besoins de financement des nouvelles formes d'entreprises industrielles et commerciales. Le nombre de ces intermédiaires financiers passe de 40 en 1921 à plus de 750 en 1929. Pour attirer les petits porteurs, les *investment trusts* prêtent les sommes nécessaires à l'achat d'actions (la spéculation se fait à crédit) : en fait il suffit au donneur d'ordre d'avancer 20 % seulement (voire seulement 10 % de la somme, le reste est prêté par l'*investment trust*).

Bernard Gazier (*La Crise de 1929*, PUF, collection « Que sais-je ? », 6ème édition, 2009) estime ainsi que le nombre de prêts aux brokers, c'est-à-dire aux courtiers, est passé de 4,430 milliards de dollars au 31 décembre 1927 à 6,440 milliards au 31 décembre 1928 puis à 8,525 milliards le 4 octobre 1929.

Conséquence du développement de la spéculation boursière :

1. Entre janvier et septembre 1929, les taux à court terme passent de 3,3 à 8,6 % à New-York notamment parce que la *Federal Reserve Bank* de New York relève le taux de l'escompte de 6 à 9 % en août 1929 pour freiner le crédit à court terme. Mais cela n'arrête pas l'emballement du crédit et les spéculateurs doivent alors réaliser des plus-values supérieures à ces taux pour faire un bénéfice, ce qui est de plus en plus délicat.

2. L'augmentation des cours boursiers américains, alimentée par la spéculation, entraîne un effet d'éviction sur la consommation (il est préférable de spéculer avec son épargne plutôt que d'acheter des biens).

Dans ces conditions, la bulle spéculative (les cours des actions à la bourse de New York ont été multipliés par 2 entre 1926 et septembre 1929) est prête à exploser, alors que l'activité économique ralentit (chute de 30 % des bénéficiaires dans l'industrie automobile par exemple).

Le maximum de la bourse de New-York est atteint le 19 septembre, les cours commencent à décliner le 3 octobre, le marché devient très nerveux et dès le 19 octobre la baisse s'amorce, avec la vente des titres des courtiers pour compenser des plus-values insuffisantes de leurs clients.

La déroute a lieu le 24 octobre, le fameux « jeudi noir » où les cours s'effondrent. La baisse se poursuit et atteint un creux le 29 octobre (le « mardi noir ») avec plus de 16 millions de titres vendus. Malgré les appels au calme des politiques, la baisse va se poursuivre pendant 3 ans, entraînant une vague sans précédent de pessimisme (suicides de financiers ruinés par exemple).

1.2. Les mécanismes monétaires et financiers de transmission de la crise

La transmission de la crise par l'effet d'encaisse

Cet effet va se produire aux États-Unis et au niveau international.

1. Aux États-Unis, les pertes subies par les banques doivent être épongées, les entreprises vont alors vite se trouver face à une pénurie de capitaux. La crise boursière produit des pertes importantes pour les banques d'où un sentiment de défiance des clients qui se précipitent pour retirer leurs dépôts. Comme les banques disposent de moins de ressources, elles accordent moins de crédits aux industriels et commerçants donc toute l'économie entre en crise.

Les faillites bancaires sont alors extraordinairement nombreuses puisque la moitié des banques disparaissent en 4 ans. Dans ce contexte de faillites en chaîne des établissements bancaires américains, et moins d'une semaine après son investiture, Roosevelt convoqua une session exceptionnelle du Congrès, afin d'imposer une fermeture des banques pendant quatre jours (entre le 6 et le 10 mars 1933). Le décret prévoyait la réouverture des banques une fois que les inspecteurs fédéraux les auraient déclarées financièrement stables, autrement dit, solvables. Dans le cas contraire, elles devaient rester fermées, ou demander un emprunt à l'État pour éviter la faillite. La loi donnait aussi le droit au Secrétaire du Trésor de confisquer l'or détenu par les particuliers, en échange d'une quantité équivalente de monnaie papier, qui connut par la suite une dévaluation par rapport au cours de l'or. Finalement, environ deux tiers des banques américaines rouvrirent à la suite de cette loi, ce qui permit de restaurer une partie de la crédibilité des banques. Le *Glass-Steagall Act*, voté la même année, mit en place des solutions plus viables dans le temps, avec notamment la création de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (pour assurer les dépôts des épargnants et éviter les phénomènes de *panic run*).

Les faillites bancaires américaines eurent un double effet au niveau national :

- Une baisse de la masse monétaire dans l'économie américaine (la masse monétaire s'élevait à 45 milliards de dollars avant le krach, elle tombe à 32 milliards 4 ans plus tard ; selon Milton Friedman la diminution de la masse monétaire a été de 33% entre 1929 et 1933). Cette baisse de la masse monétaire provoque de la déflation
- Une plus grande volatilité des comportements des agents devenus défiant vis-à-vis du système bancaire, surtout leur fonction d'intermédiation est amoindrie d'où un impact négatif sur de nombreuses petites entreprises qui n'ont que le financement bancaire comme mode de financement externe.

2. Au niveau international, l'effet d'encaisse provoque des retraits de capitaux placés à court terme en Allemagne et de dépôts bancaires en Autriche (entre 1929 et 1932, selon la Société des Nations, le recul des dépôts bancaires est de 49 % en Autriche, contre seulement 1% en France).

L'effet de la politique monétaire américaine

Alors que la Fed a sans doute été trop laxiste avant le krach (elle aurait dû renchérir plus tôt le prix de l'argent ce qui aurait diminué les possibilités de spéculation), elle adopte une politique trop sévère après, quand les entreprises auraient eu besoin d'argent bon marché : le taux de base du marché bancaire augmente de 1,5 point en quelques mois à partir d'octobre 1931, au moment où les entreprises ont besoin de capitaux (cf analyse de Milton Friedman).

L'effet de l'étalon-or

Pour beaucoup d'auteurs, la transmission se fait par raréfaction des capitaux du fait des politiques de déflation dans les pays à étalon-or qui mènent ces politiques pour soutenir la valeur externe de leur monnaie. Les pays cherchent à accélérer la déflation pour que leurs économies gagnent en compétitivité-prix (elles cherchent en quelque sorte à exporter la crise). Cela se traduit par une baisse de la création monétaire qui prive l'activité économique du financement bancaire.

L'effet d'une solidarité internationale défailante

Chaque pays cherche à sauver sa monnaie nationale et de ce fait contribue à la crise au lieu d'une entente. Exemple typique : l'échec de la Conférence de Londres en juillet 1933 : au début la France, la Grande-Bretagne et les États-Unis sont d'accord pour stabiliser leur monnaie mais ensuite Roosevelt arrive au pouvoir et refuse le retour à l'étalon-or d'où la suspension de l'étalon-or en mars 1933, du coup les pays du bloc-or voient leurs monnaies surévaluées.

1.3. Les canaux de transmission « réels » de la crise

Comme les États-Unis sont au cœur de l'économie mondiale, la contraction de l'économie américaine produit une contraction mondiale.

La crise boursière de 1929 est essentiellement américaine, pourtant l'ampleur de la crise mondiale est manifeste dans les années qui suivent : en 1932, la production mondiale est inférieure de 35 % à son niveau de 1929. Comment en expliquer l'ampleur ?

La crise mondiale frappe à la fois la production et le marché du travail

La crise entraîne une forte hausse du chômage répondant à la faiblesse de la demande. On passe de 6 millions de chômeurs dans les pays développés en 1928 à 35 millions en 1932. Cette crise est d'autant plus forte que les statistiques tiennent mal compte du chômage des indépendants, encore importants à l'époque, surtout avec la population agricole qui subit de plein fouet l'effondrement des prix. Elle accentue la crise de la demande dans la mesure où la baisse des salaires n'est pas contrecarrée par des mécanismes légaux (pas de salaire minimum).

La contraction de l'économie américaine, quelques faits

L'indice production industrielle passe de 100 en 1929, 54 en 1932, entre 1931-32 la production industrielle chute de 62%.

L'inégalité des revenus joue en faveur de la transmission (en 1928-1929, 5 % de la population perçoit 33 % des revenus individuels), ainsi la classe la plus riche touchée par la crise (513 millionnaires en 1929 contre 20 en 1932) diffère des achats qui font vivre les plus modestes. Ceux-ci reportent les achats de biens durables (automobile notamment) et augmentent leur consommation de biens périssables (alimentation) au total la consommation diminue de 20 % pour les biens durables sur l'année 1930.

Surtout les revenus agricoles chutent du fait de l'effondrement des prix (moins 60 % sur la période 1929-33). Aux États-Unis les prix agricoles passent de l'indice 138 en 1929 à 57 en 1932, mais était de 209 en 1919. La crise agricole a commencé dès le début des années vingt en raison de l'importance de la modernisation agricole pendant la guerre de 14-18 pour répondre aux besoins de l'Europe (engrais, mécanisation). Mais dans les années 1920, l'Europe retrouve progressivement sa propre production et il s'ensuit une surproduction mondiale, que la crise de 1929 rend catastrophique.

L'impact de la contraction américaine sur le commerce mondial

Les États-Unis sont avec la Grande-Bretagne les premiers acheteurs de matières premières et la crise conduit à une réduction du commerce international de 2/3 en 3 ans (baisse en volume du commerce international de 35 %, en valeur de 60 %). Cela provoque un effondrement des recettes d'exportation pour les pays latino-américains comme le Brésil (baisse de 66% pour la période 1930-1931). Les pays s'exportent ainsi mutuellement leur crise : des pays industrialisés vers les pays producteurs de matières premières et inversement car ceux-ci voyant leurs revenus chuter réduisent fortement leur demandes de produits manufacturés.

La hausse du protectionnisme à partir de 1930 amplifie la crise du commerce mondial, en prenant pour point de départ le *Smoot-Hawley Act* voté dès mai 1929 qui instaure des droits de douane sans précédent (45 à 50 % sur l'industrie soit 5 points de plus que le précédent sommet de 1891-1894). Pourtant, ce n'est pas le retour du protectionnisme qui est à l'origine de la crise, mais une de ses conséquences comme le souligne P. Bairoch dans *Mythes et paradoxes de l'histoire économiques*. En effet, chaque pays tente d'exporter son chômage en augmentant ses tarifs

douaniers et en favorisant une baisse des prix plus forte que celle de ses voisins, la demande mondiale qui avait été facteur de croissance ne peut plus jouer son rôle moteur, l'effondrement du commerce international amplifie donc la crise.

2. Les analyses de Irving Fisher et de Hyman Minsky

Dans un article publié en 1933 (« The Debt Deflation Theory of great depression »), **Fisher** s'éloigne de la première formulation de la théorie quantitative de la monnaie pour présenter une **théorie de la déflation par la dette**. Il deviendra cette année là le conseiller du président Roosevelt.

Fisher **explique la crise de 1929 par la conjonction d'un surendettement des agents économiques et d'une déflation**. L'idée est qu'en phase d'expansion on observe que les profits anticipés sont supérieurs aux taux d'intérêt bancaire (taux d'escompte), ce qui provoque un effet de levier qui augmente la rentabilité des capitaux empruntés, mais conduit à un surendettement. Quand les échéances de remboursement à court terme deviennent trop lourdes c'est-à-dire quand il y a retournement des anticipations, les agents vendent leurs actifs pour rembourser leur dette ce qui provoque une contraction de la masse monétaire (par remboursement des crédits) et une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie. La baisse de la masse monétaire et de la vitesse de circulation de la monnaie provoquent une dépression avec une baisse des prix qui conduit à augmenter la valeur relative de la dette et fait baisser les profits ce qui aggrave le surendettement. Ainsi la déflation aggrave le surendettement (« chaque dollar de dette encore impayé devient plus lourd... plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent »). **La crise cesse lorsque l'essentiel de la dette est remboursé.**

Cette approche sera reprise par Minsky au milieu des années 1970

Dans son analyse, Minsky distingue trois types d'endettement :

1. Le plus sûr, la *hedge finance* : la dette est intégralement par les revenus générés par les actifs qu'elle a permis de financer
2. La *speculative finance* avec une couverture seulement des intérêts de la dette
3. La *Ponzi finance* (du nom d'un spéculateur du 18^{ème}, ayant mené une opération de cavalerie) où de nouveaux emprunts servent à payer les intérêts et à rembourser la dette.

Minsky montre qu'au cours de l'expansion les agents, du fait d'anticipations positives et du fait que les banques sont peu inquiètes, s'endettent et l'endettement devient de plus en plus spéculatif. Au moment du retournement, lié à une hausse des taux d'intérêt, apparaît une structure Ponzi. Les agents sont alors obligés de vendre leurs actifs pour payer leurs dettes, ce qui provoque une chute des prix qui conduit à augmenter la valeur réelle de la dette, d'où une chute de la production tant que situation financière des agents n'est pas assainie.

3. L'analyse de Frederick Von Hayek

Hayek considère que la politique monétaire est responsable des fluctuations économiques, mais il le montre en développant une **analyse originale qui s'appuie sur la notion de « détour de production »**. C'est une thèse qu'il développe notamment dans un ouvrage paru en 1929 : *Théorie monétaire des cycles et des prix*.

Les fondements de l'analyse

- **Une approche originale ...**

C'est une approche originale car elle associe des aspects réels et monétaires. C'est une approche que l'on peut qualifier d'exogène car tout part de l'impact d'une augmentation exogène de la masse monétaire. Notez qu'Hayek s'oppose à Keynes sur l'interprétation de la crise des années 1930 mais son analyse a été oubliée avec le succès des thèses keynésiennes pendant la période des Trente Glorieuses. En effet pour Hayek **la crise ne vient pas d'un excès mais d'un manque d'épargne**.

- **... qui reprend une partie des analyses de Böhm-Bawerk et de Wicksell**

Hayek s'inspire à la fois de :

- La théorie du capital de Böhm-Bawerk à qui il reprend la notion de détour de production
- Et de la théorie monétaire de Wicksell qui distingue, comme nous l'avons vu, le taux d'intérêt naturel (celui qui équilibre l'épargne et la demande de capital) et le taux d'intérêt monétaire (déterminé par l'importance de la masse monétaire c'est-à-dire par l'offre de monnaie).

La notion de détour de production

Pour illustrer la notion de détour de production, Böhm-Bawerk décrit la situation d'un paysan qui aurait, pour satisfaire sa soif à couvrir une distance importante jusqu'à une source.

S'il couvre ce chemin chaque fois qu'il souhaite boire, alors il n'y a pas de détour de production : l'intégralité du service produit (se procurer de l'eau) est consommé.

Mais le paysan peut souhaiter fabriquer un seau afin de pouvoir transporter de l'eau jusqu'à son domicile : il aura alors détourné une partie de ses efforts de la production du service consommé, pour produire un bien de production.

Le détour de production réalisé consiste donc à réaliser un investissement, qui se traduit par un allongement du processus de production : une méthode de production qui utilise plus de capital nécessite de créer de nouvelles étapes dans le processus productif, par exemple une étape pour la production de seaux. Cela conduit à augmenter le capital par tête disponible : la production devient plus capitalistique.

L'analyse de Hayek

- **Elle part de la structure de production**

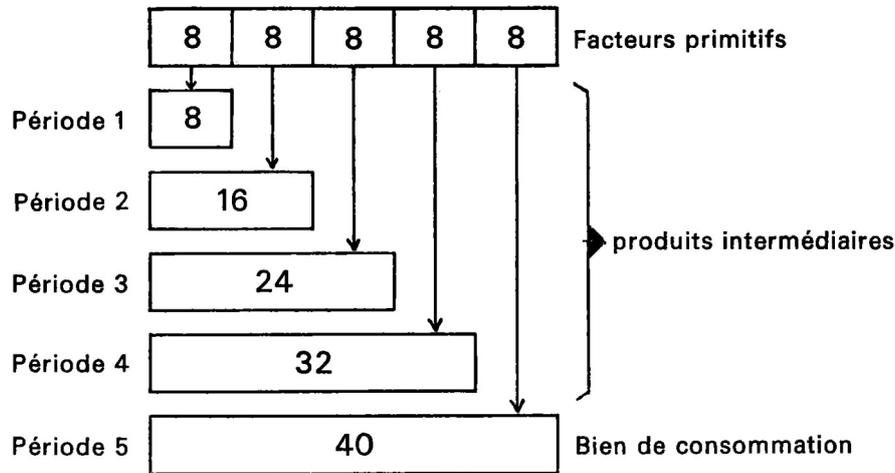
Hayek désigne par production « toutes les opérations nécessaires pour amener les biens entre les mains du consommateur », cette production résulte de l'emploi de différents types de biens. Il distingue :

- Les moyens originels de production, la terre et le travail, les facteurs de production (terre, travail et capital)
- Les biens de production, c'est-à-dire « tous les biens qui sont directement ou indirectement utilisés dans la production des biens de consommation », c'est-à-dire les facteurs de production et les biens intermédiaires (capital circulant).

Ensuite Hayek définit la structure de production de l'économie. C'est une représentation des différents stades de production : elle repose sur un classement des différents biens selon une relation

d'ordre. Dans la structure de production chaque produit est défini par ses utilisations et est classé dans un ou plusieurs stades de production au cours desquels il peut être utilisé.

Hayek représente la structure de production par un diagramme en forme de triangle (qu'il reprend à W.S.Jevons) :



Sur l'axe horizontal :

- Chaque bloc représente le produit du stade de production correspondant lorsqu'il est transmis au stade suivant. La longueur du bloc mesure la quantité de moyens originels de production utilisés (facteurs primitifs = consommations intermédiaires + travail).

- Le bloc de la base représente la quantité de biens de consommation soit le dernier stade de la production.

L'axe vertical (lu de haut en bas) mesure l'utilisation des biens intermédiaires qui sont nécessaires pour réaliser la production.

L'hypoténuse de ce triangle mesure l'utilisation croissante de biens de production.

La surface du triangle représente tous les stades de production successifs par lesquels passent les moyens de production originels avant de devenir biens de consommation à la disposition des ménages.

Il montre ainsi que le montant des produits intermédiaires nécessaires pour réaliser une production donnée augmente avec la longueur du détour de production (lue sur l'hypoténuse).

Dans ce cadre d'analyse, la décision d'investir entraîne un allongement de la structure de production. On peut prendre l'exemple d'une filière de transformation d'une ressource naturelle comme le bois : le bois est un moyen originel qui peut être soit directement consommé pour le chauffage (pas de produits intermédiaires), soit progressivement transformé par étapes en planches, puis en meuble, etc. par addition de travail ou d'autres moyens originels à chaque stade. Ce processus a pour objectif de permettre de produire une quantité supérieure de biens de consommation à partir d'un volume donné de moyens originels, grâce à une méthode plus capitalistique et efficace.

Le principe du détour de production est ainsi de mettre en évidence :

- L'idée selon laquelle la production vise à la fois à créer des biens de consommation (destinés à la satisfaction des consommateurs) et des biens de production pour les fabriquer

- Le fait que la structure productive dépend du prix relatif des deux types de biens (biens de consommation et biens de production). En d'autres termes, ce sont les prix relatifs qui expliquent les choix des méthodes de production.

Or le prix des biens de production dépend du taux d'intérêt et c'est le point de jonction entre les phénomènes monétaires et réels dans l'analyse du cycle proposée par Hayek. Pour l'expliquer, il faut présenter les deux éléments qui peuvent être à l'origine d'un allongement de la structure de production.

- **Deux cas d'allongement de la structure de production**

Cas 1 : Une augmentation de l'épargne

Cette augmentation provoque une baisse du taux d'intérêt : à demande de fonds prêtables inchangée, une augmentation de l'offre de fonds prêtables provoque une baisse du taux d'intérêt. Par conséquent, une baisse de la demande de biens de consommation (qui va se traduire par une augmentation de l'épargne) conduit à un allongement du processus de production. Les entreprises trouvent en effet intéressant d'utiliser plus de capital car son coût est faible, la production devient ainsi plus capitalistique. Graphiquement on observe une augmentation des stades successifs de production.

Ainsi, l'allongement de la structure de production est lié aux choix d'épargne des ménages, puisque leur épargne sert à financer les investissements, c'est-à-dire la fabrication de biens intermédiaires nouveaux. En résumé, l'arbitrage entre épargne et consommation se confronte avec les productions de biens d'investissement et de biens de consommation pour déterminer un prix d'équilibre dans chaque secteur.

Les mécanismes de marché permettent ainsi aux agents économiques de se coordonner.

Cas 2 : Une augmentation exogène de la masse monétaire

L'allongement du processus de production peut aussi se produire à la suite d'une augmentation de la masse monétaire, et c'est là que se situe l'origine du cycle

En effet, une politique monétaire expansionniste provoque une baisse des taux d'intérêt (plus exactement un taux d'intérêt monétaire qui devient inférieur au taux d'intérêt naturel) qui facilite l'investissement. Cela allonge le détour de production, puisque le financement des biens de production est moins coûteux. Ainsi la fabrication de biens de production augmente alors que celle des biens de consommation diminue.

Mais dans le même temps, à la différence du cas précédent, la consommation des ménages ne s'est pas réduite. On assiste alors à :

- Une hausse des prix des biens de consommation liée à leur pénurie relative
- Et à l'émergence d'une épargne forcée des ménages qui ne peuvent pas consommer à la hauteur de ce qu'ils souhaiteraient.

Pour le dire de manière plus synthétique, il y a simultanément pénurie de biens de consommation et excès de biens de production. Par conséquent, les prix des biens de production s'effondrent et ceux des biens de consommation grimpent ce qui provoque un « coup d'accordéon » (une formule de Kaldor) permettant de revenir à la situation initiale de production de biens de consommation et de biens de production. Ce « coup d'accordéon » c'est la crise, une crise de surcapitalisation.

La crise est ainsi le résultat du fait que la politique monétaire expansionniste a artificiellement allongé la structure productive, au-delà de ce qui était souhaité par les agents, ce qui est à l'origine des fluctuations économiques.

Cette politique a remis en cause l'équilibre dans chaque secteur en provoquant un excès de production de biens intermédiaires (dont les prix baissent) et une pénurie de biens de consommation (tensions inflationnistes) : c'est le point de départ de la crise. La crise s'explique ensuite par le fait que les revenus vont se détourner de l'épargne, ce qui provoque une pénurie de capitaux alors que dans le même temps la rentabilité du secteur des biens de consommation augmente. Le cycle se retourne lorsque la Banque centrale inverse sa politique monétaire et choisit de lutter contre l'inflation par une politique restrictive qui conduit à une augmentation du taux d'intérêt.

La dépression est le moment où la production de biens intermédiaires devient non rentable, en raison de l'effondrement de la demande adressée à ce secteur, d'où des faillites et une sous-utilisation des capacités de production. Le processus productif trop allongé se révèle ainsi inadapté à la situation du marché, ce qui nécessite un redéploiement des activités mais avec immense gaspillage : le processus d'ajustement est cruel car lent (glissement des travailleurs des activités

abandonnées vers les nouvelles avec transition par le chômage). D'ailleurs cet ajustement peut être freiné par la résistance des salariés ou par l'intervention de l'État. Conséquences de cette analyse :

- La crise ne résulte pas d'une consommation insuffisante mais d'une insuffisance de l'épargne
- La politique monétaire est responsable des cycles.

Que faire alors face à la crise ?

Il ne faut surtout pas essayer de contrôler les cycles économiques selon Hayek. Rien ne sert en effet de lutter contre la dépression puisque le processus une fois enclenché doit aller à son terme. Hayek fournit ainsi une critique de tout interventionnisme :

- La politique monétaire ne peut que créer une expansion du crédit à l'origine de la crise
- La politique budgétaire ne ferait qu'augmenter la consommation alors que c'est l'épargne qui manque (ou alors elle ne ferait que pervertir le système productif dans le cas d'investissements publics).

Donc le rôle de l'État est au mieux préventif : éviter toute expansion de la masse monétaire et si la crise se déclare, ne rien faire et attendre qu'elle se résorbe d'elle-même (c'est-à-dire que le prix relatif des biens de consommation augmente, poussant à la recherche de structures de production moins détournées).

Cette thèse est, au départ, formulée pour la crise de 1929 : Hayek mais aussi Lionel Robbins ou Von Mises considèrent qu'elle est due à une politique monétaire du gouvernement américain trop laxiste dès 1927. Vous verrez que cette thèse s'oppose radicalement à celle de Keynes.

3. L'interprétation de Milton Friedman

Elle repose sur l'idée que les variations de la quantité de monnaie et les variations de l'activité économique sont intimement liées et en particulier que les fluctuations économiques sont causées par la politique monétaire.

Dans *Histoire monétaire des États-Unis 1867-1960* publié avec Anna Schwartz dans le cadre du NBER (*National Bureau of Economic Research*, l'équivalent américain de l'INSEE en France) en 1963, puis retravaillé en 1970 et 1982 (en intégrant le Royaume-Uni), **Friedman défend l'idée que les variations de la masse monétaire ne sont pas les conséquences des fluctuations de l'activité économique mais leur cause** (avec un délai de 6 à 9 mois pour avoir un effet sur la demande ; de 12 à 18 mois pour avoir des effets sur les prix). C'est de cette analyse que provient l'affirmation que « **l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire** ». Or ce sont les autorités monétaires qui contrôlent la masse monétaire : ainsi, **les politiques déflationnistes durant les années 1930 auraient aggravé la crise aux États-Unis** selon Friedman, tandis que la crise des années 1970 proviendrait des relances par déficits et création monétaire, ce qui génère une inflation à combattre.

Friedman, puis à sa suite les monétaristes, ne **défend** pas systématiquement une politique monétaire restrictive, mais une **politique de croissance à taux constant de la masse monétaire** (c'est la règle de Friedman) : la masse monétaire doit progresser au même taux que la croissance à long terme de la production nationale.

Friedman et Schwartz vont également critiquer la politique monétaire restrictive mise en œuvre par la FED pour répondre à la crise de 1929.

L'interprétation monétariste de la Grande Dépression

La crise des années trente a été un événement d'une rare violence. Entre 1929 et 1933, la masse monétaire diminue de 26 %, le niveau des prix de 25 % et la production de 27 %. Sur la même période, des milliers des banques font faillite en plusieurs vagues. Après plusieurs décennies, les économistes ne s'accordent toujours pas sur les mécanismes exacts qui ont généré ces dynamiques dépressives. L'interprétation monétariste domine aujourd'hui dans les débats universitaires et ce sont Milton Friedman et Anna Schwartz (1963) qui en ont donné la formulation la plus célèbre.

Les deux économistes se sont appuyés sur l'équation quantitativiste pour affirmer que la contraction monétaire fut relativement exogène au déclin de la production : la diminution de la quantité de monnaie et la décélération de la vitesse de circulation, impulsée par la ruée sur les billets, auraient entraîné l'effondrement de la valeur de la production. En raison du multiplicateur monétaire, les banques réagissent à une baisse des dépôts en réduisant plus que proportionnellement leurs prêts pour maintenir leur liquidité. Par conséquent, avec l'aggravation de la crise bancaire, la baisse des dépôts et la nécessité d'accroître les réserves se seraient mutuellement renforcées pour conduire à un assèchement du crédit. Confrontées à des difficultés croissantes de financement, les entreprises ont diminué leurs dépenses, licencié leur personnel, voire fait faillite. La chute subséquente de l'investissement, de la consommation et de la production aurait alors rétroagi sur les turbulences bancaires.

Dans le schéma monétariste, la dépression trouve donc sa source dans les crises bancaires. Celles-ci apparaissent comme largement exogènes : elles expliquent la sévérité de la crise sans avoir elles-mêmes été produites par une quelconque évolution économique dans la période antérieure. Friedman et Schwartz ont donc cherché à identifier, dans le chapitre 7 de leur ouvrage *A Monetary History of the United States*, les différents mouvements de la masse monétaire qui apparaissent inhabituels au regard des conditions économiques de la période courante, mouvements qu'ils qualifient de « chocs monétaires ». Ils concluent leur étude en accusant la Fed d'avoir été responsable, ne serait-ce que par son inaction, des divers enchaînements qui ont conduit à transformer la récession en véritable dépression. La banque centrale aurait en effet insuffisamment alimenté en liquidité le système bancaire pour stopper la chute des dépôts ; elle ne se contente, par exemple, de réaliser des opérations d'*open market* qu'au début de la crise, fin 1929, et brièvement durant l'été 1932. Or, privées de liquidité interbancaire, les banques se révèlent incapables de maintenir leur activité de prêt, ce qui amplifie le ralentissement de l'activité.

Article de blog de Martin Anota, <http://www.blog-illusio.com/article-1-interpretation-monetariste-de-la-grande-depression-114862410.html>

IV. La crise de 2008 expliquée à partir du mécanisme de déflation par la dette

Cette partie complète ce qui a été vu dans le cadre du chapitre 2. Elle reprend différentes analyses proposées par le site La finance pour tous (<https://www.lafinancepourtous.com/>).

Les cycles financiers

« Nombreux sont les économistes qui se sont intéressés aux phénomènes de cycle : John Maynard Keynes, Hyman Minski, John Kenneth Galbraith, Charles Kindleberger ou plus récemment Paul Krugman et Michel Aglietta.

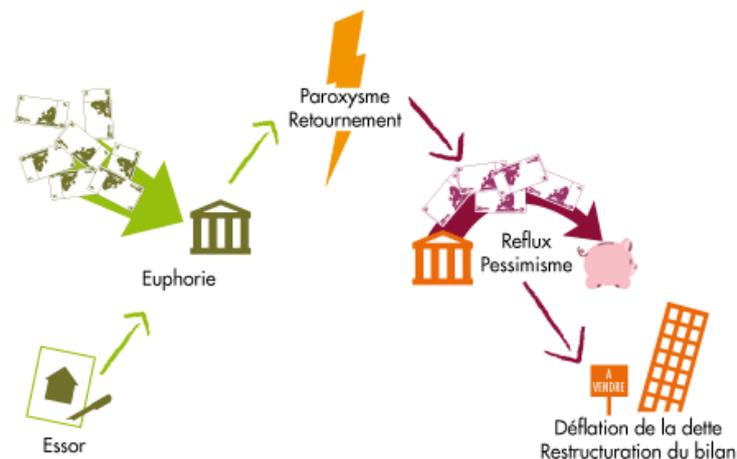
Selon ces économistes, Il n'y a pas simplement une répétition des crises, mais une répétition de cycles financiers, dont la crise constitue l'un des moments.

Charles Kindleberger (1910-2003), historien économique américain constate l'existence de cycles dans la sphère financière en s'appuyant sur l'étude des grandes crises de l'Histoire. Selon lui, un cycle financier se décompose en cinq phases :

- l'essor,
- l'euphorie,
- le paroxysme et le retournement,
- le reflux (et l'instauration du pessimisme) et enfin
- la déflation de la dette (et la restructuration des bilans).

Il est possible de rapprocher cette théorie avec le déroulement de la crise financière de 2007-2008.

LES CYCLES FINANCIERS



Phase 1 : essor

La phase d'essor se caractérise par une **croissance économique après un ralentissement ou une récession**. Cette phase de croissance peut être générée par une innovation, un changement technologique ou institutionnel ou encore alimentée par un investissement productif. Cette croissance engendre une expansion du crédit (anticipations optimistes de la conjoncture par les agents économiques) qui favorise une hausse du prix des actifs.

Cette phase aurait débuté au début des années 1990 aux États-Unis où l'on constatait un essor de l'octroi de crédits et une phase d'innovation et de libéralisation financière qui s'est traduite par une complexification des produits dérivés et de titrisation, notamment ceux adossés aux crédits accordés aux ménages américains.

Phase 2 : euphorie

Cette phase se caractérise par un **cercle auto-entretenu entre emballement du crédit et hausse du prix de certains actifs**. Les risques sont sous-évalués, ce qui aggrave la fragilité des structures financières.

C'est ce que l'on a observé avant le déclenchement de la crise des subprimes. Les crédits consentis aux ménages américains étaient sur-évalués par rapport à leur capacité de remboursement et donc le risque sous-évalué. Autrement dit, trop de crédits ont été accordés et les prix des titres financiers adossés à ces créances ne reflétaient pas la réalité du marché.

Phase 3 : paroxysme et retournement

Cette phase est un point de retournement, **le passage d'une période d'euphorie à une période de décroissance**. Les anticipations des agents économiques se renversent. Après une période de hausse régulière, on assiste à une chute brutale du prix des actifs.

Phase 4 : reflux et pessimisme

Cette phase correspond ici au début de la crise. Les prix des actifs baisse brutalement. La crise est d'abord le point de retournement, le passage d'un moment d'euphorie à un moment de décroissance. Par abus de langage, la crise correspond aussi à la période entière de reflux.

Phase 5 : Déflation de la dette et restructuration du bilan

Cette phase est marquée par :

- Une déflation de la dette et une restructuration des bilans.
- **Les investisseurs surendettés doivent se désendetter**. Ils peuvent être contraints de vendre leurs actifs pour faire face à leur besoin de liquidité, déclenchant une spirale de baisse auto-entretenue du prix de ces actifs et un assèchement de la liquidité. Cette situation se propage de marché en marché, d'un continent à l'autre. Ce phénomène de contagion contraint les banques à resserrer leur offre de crédit.
- La dépense privée se contracte (volonté de désendettement de la part des agents) et pèse sur les revenus et donc sur la croissance qui finalement **freine le désendettement**.

Le désendettement se réalise beaucoup plus lentement que la chute des prix des actifs, ce qui entraîne de nombreuses faillites.

C'est ce que l'on a constaté pendant l'été 2008, Fanny Mae et Freddy Mac, les deux plus grandes institutions américaines de financement de crédit immobilier étaient au bord de la faillite. Début septembre, le Trésor américain a annoncé leur mise sous tutelle gouvernementale. Une semaine plus tard, c'est au tour de Lehman Brothers, la deuxième plus grosse banque d'investissement des États-Unis de se déclarer en faillite le 15 septembre 2008.

Cette crise, qu'on pensait propre au système financier, se propage à l'économie. Ainsi, en 2009, les États-Unis et la plupart des États membres de la zone euro entrent en récession. »

Comment la crise de 2008 a-t-elle commencé ?

La crise de 2008 a débuté avec les difficultés rencontrées par les ménages américains à faible revenu pour rembourser les crédits qui leur avaient été consentis pour l'achat de leur logement.

Ces crédits étaient destinés à des **emprunteurs qui ne présentaient pas les garanties suffisantes** pour bénéficier des taux d'intérêt préférentiels (en anglais « *prime rate* »), mais seulement à des taux moins préférentiels (« *subprime* »).

L'endettement des ménages américains a pu s'appuyer sur les **taux d'intérêt extrêmement bas** pratiqués pendant des années par la Banque centrale des États-Unis (la « FED ») à partir de 2001 après la crise boursière sur les valeurs « Internet ». En outre, les crédits étaient rechargeables, c'est-à-dire que régulièrement, on prenait en compte la hausse de la valeur du bien, et on autorisait l'emprunteur à se réendetter du montant de la progression de la valeur de son patrimoine. Cela a soutenu la forte croissance des États-Unis.

Les crédits « » ont été gagés par une **hypothèque sur le logement acheté**, l'idée étant que les prix de l'immobilier aux États-Unis ne pouvaient que grimper. Dans ces conditions, une défaillance de l'emprunteur devait être plus que compensée par la vente du bien hypothéqué.

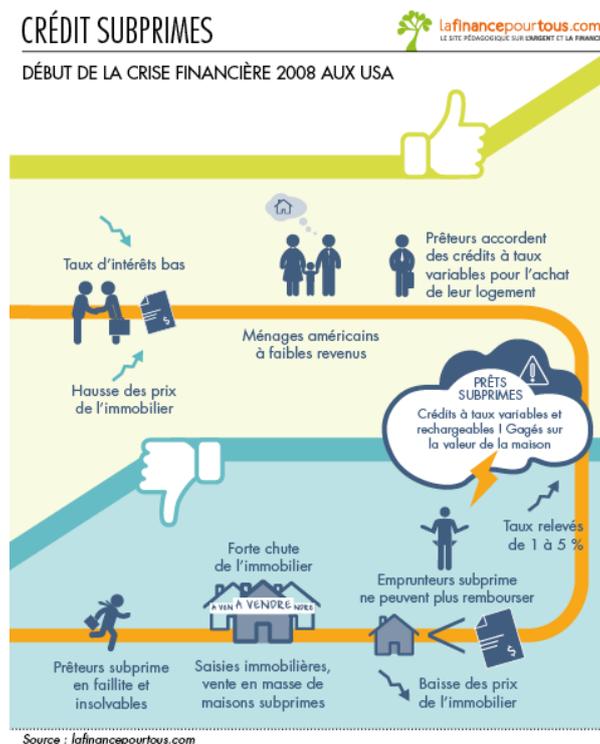
Autre caractéristique, ces crédits ont souvent été accordés avec des taux variables. Plus précisément, les charges financières de remboursement étaient au démarrage très allégées pour **attirer l'emprunteur**. Elles augmentaient au bout de 2 ou 3 ans et le taux d'emprunt était indexé sur le taux directeur de la FED.

Ce qui s'est passé est finalement assez facile à comprendre :

- La **Banque Centrale américaine** a progressivement relevé ses taux de 1 % en 2004 à plus de 5 % en 2006 pour tenir compte de l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine. Les charges financières des emprunts se sont considérablement alourdies. Un nombre croissant de ménages n'a pu faire face.
- « Les arbres ne sont pas montés jusqu'au ciel » et **les prix de l'immobilier ont fini par se retourner à la baisse** dans l'ensemble des États-Unis. Résultat : la valeur des habitations est devenue inférieure à la valeur des crédits qu'elles étaient supposées garantir. L'afflux des défaillances des emprunteurs et des reventes de leurs maisons hypothéquées a accéléré la baisse des prix de l'immobilier. Les pertes se sont donc accumulées également du côté des prêteurs. Des établissements de crédit spécialisés se sont, les premiers, retrouvés en difficulté.

A l'été 2007 le taux de non remboursement sur les crédits « subprime » dépassait 15 % contre 5 % en moyenne à la même époque pour l'ensemble des crédits hypothécaires aux États-Unis, chiffre lui-même record depuis 1986. Certes les défauts de paiement ne conduisent pas tous à la faillite de l'emprunteur et à la vente du bien hypothéqué. Mais on estimait, fin août 2007, que près d'un million d'emprunteurs avaient perdu leur logement.

Sur la base d'un taux de défaillance de 15 %, l'évaluation initiale du **coût financier de la crise des « subprime »** était de 160 milliards de dollars. Important certes, mais pas de quoi provoquer une crise financière mondiale.



Comment la crise s'est-elle propagée ?

Le déclencheur de la crise se situe donc dans un sous-compartiment du marché immobilier américain. Les établissements spécialisés dans le crédit « subprime » ont été directement et logiquement touchés. Mais c'est la titrisation qui permet de comprendre pourquoi et comment la contagion s'est opérée.

La titrisation consiste à transformer des crédits distribués par une banque en titres de créances (obligations) qu'un investisseur peut acheter et vendre à tout moment. On dit que ces obligations sont adossées à un portefeuille d'actifs. Les banques émettrices des crédits créent des sociétés intermédiaires dans lesquelles ces crédits constituent les actifs et qui émettent en contrepartie des obligations qui constituent le passif.

Les intérêts et les remboursements des crédits servent au paiement des intérêts des obligations émises et à leur remboursement. Ces sociétés sont appelées SPV pour « *Special Purpose Vehicule* » ou « *véhicule spécial* », car elles n'ont pas d'autre objet social et sont créées au cas par cas.

Quant aux investisseurs, il peut s'agir de ces mêmes banques ou d'autres banques, de fonds de pension, de *hedge funds*, etc.

[Les avantages de la titrisation]

L'avantage pour la banque est qu'elle n'a pas à porter les crédits. Elle les sort de son bilan. Elle n'a pas à constituer un **capital en réserve** pour le cas où des difficultés de remboursement se présenteraient (règles prudentielles concernant les fonds propres), et peut plus facilement consentir de nouveaux crédits.

Avantage pour les investisseurs : ils peuvent espérer un très bon couplage rendement / risque sur les obligations.

Avantage pour l'économie en général : les risques pris à l'origine par la banque sont reportés sur un plus grand nombre d'investisseurs. En cas de choc, celui-ci est en principe mieux absorbé. Cette mutation de la titrisation a ainsi permis le financement de la forte croissance des États-Unis et de l'ensemble du monde après la sortie de la crise boursière des valeurs « internet ». Mais pourquoi le système a-t-il grippé et pourquoi le choc, au lieu d'être amorti, a-t-il été amplifié ?

[Les risques de la titrisation]

– **1^{ère} raison** : avec la **titrisation** la vigilance des banques et des courtiers immobiliers qui ont initié les crédits aux ménages a été moins importante sur la capacité de ces derniers à rembourser correctement leur emprunt. Les banques qui « titrisent » portent moins les crédits. Elles se rémunèrent à la commission, puis revendent le crédit. Elles font de la quantité et peuvent être moins regardantes sur la qualité. Ce qu'on appelle l'aléa moral a joué à plein.

L'aléa moral consiste dans le fait qu'une personne ou une entreprise assurée contre un risque peut, de ce fait, se comporter de manière plus risquée que si elle était totalement exposée au risque. Exemple : si le propriétaire d'un vélo qui s'assure contre le vol réduit la taille des anti-vols au prétexte que si son vélo est volé il sera remboursé, il fait jouer l'aléa moral. Dans le cas des banques, il s'agit du fait que, se considérant comme non pénalisées en cas d'imprudences dans leur opérations, elles prennent plus de risques lors de l'octroi de crédits ou de l'exécution d'opérations de marché. Le cadre de la réglementation et de la régulation des activités bancaires et d'assurance s'efforce d'empêcher de tels mécanismes. Mais il peut parfois perdre de son efficacité. Ainsi, la politique monétaire doit veiller à empêcher les crises générales qui pourraient provenir des effets en chaîne de faillites bancaires sur l'ensemble du système et de l'économie. Mais pour les banques une telle garantie de « des pertes » peut entraîner un mécanisme d'aléa moral.

– **2^{ème} série de raisons** : la façon dont la titrisation a été opérée, avec une démultiplication opaque et spéculative du système.

Les banques d'affaires qui organisent la titrisation regroupent des « paquets » de crédits qu'elles mettent à l'actif des véhicules. Elles ont constitué des « **paquets de crédits** » « subprime », mais aussi des paquets mixtes, mélangeant des crédits subprime avec d'autres crédits hypothécaires, ou avec des crédits destinés à d'autres financements (par exemple des opérations LBO des fonds d'investissement).

Les risques de défaillance de ces « paquets » étaient supposés être inférieurs à ceux des crédits pris un par un. C'est ce qui permet d'obtenir une très bonne notation de la part des agences de notation

sur les obligations émises en contrepartie. Mais cela n'est vrai que si les risques pris sur chaque crédit mis dans le paquet sont indépendants les uns des autres. Or, les risques mis en paquets n'étaient pas indépendants, (on appelle cela « granulaires ») mais interdépendants car tous liés au marché immobilier américain. La baisse des prix de l'immobilier américain a entraîné un effondrement de la valeur des actifs des véhicules.

La contagion et l'amplification ont alors tenu à la façon dont ont été construites les **obligations** souscrites par les investisseurs en contrepartie des paquets d'actifs. Celles-ci ont également été **découpées en « tranches »**. Certaines tranches comportaient des rendements plus élevés, mais aussi plus de risques, en ce sens qu'elles étaient les premières à être pénalisées si intervenaient des accidents de paiement sur les actifs.

Ces obligations ont été en principe souscrites par des fonds d'investissement à risque (*hedge funds*). Des tranches intermédiaires venaient ensuite et des tranches plus sécurisées (dites « senior ») n'étaient pénalisées qu'en cas de dévalorisation générale des actifs, ce qui était supposé ne jamais intervenir. Elles étaient souscrites notamment par des investisseurs plus prudents (fonds de pension...).

Mais l'effondrement des actifs a entraîné même ces obligations dans la débâcle à la surprise de leurs souscripteurs puisqu'il n'y a pas eu d'alerte progressive par une détérioration de la notation.

Facteur supplémentaire, les investisseurs qui ont acheté les obligations n'ont pas tous acheté en payant comptant, mais **en s'endettant à leur tour pour bénéficier de l'effet de levier** d'un endettement à bas taux d'intérêt. Ces investisseurs, banques et *hedge funds* notamment ont opéré en quelque sorte une **titrisation au second degré** en créant de nouveaux véhicules (appelés cette fois-ci SIV ou « conduits ») dont l'actif a été constitué par des obligations des véhicules de premier niveau et dont le passif a été constitué par du papier commercial à court terme (appelés « *Asset Backed Commercial Paper* » ou ABCP). Il en a été émis plus de 1000 milliards de dollars.

On est là dans un mécanisme de « transformation bancaire » consistant à utiliser des ressources à court terme pour effectuer des prêts à long terme.

La régulation et le contrôle des banques et notamment les règles de constitution d'un capital prudentiel en fonction des crédits distribués visent à protéger les épargnants et l'économie contre les risques liés à la transformation et à prévenir les paniques.

Sauf qu'ici, **la transformation s'effectuait sur le marché et non dans les banques**. Ces véhicules étaient contrôlés par leur créateur sans lui appartenir techniquement. Comme les autres véhicules de titrisation, ils étaient en principe hors bilan. Du coup, les règles communes du contrôle prudentiel bancaire ne leur sont pas appliquées.

L'effondrement des obligations a entraîné un **mouvement de retrait massif vis-à-vis de ce papier commercial** ainsi que l'assèchement brutal de la liquidité bancaire à partir de juillet 2007. Les banques ont mobilisé toutes leurs ressources pour leurs propres financements et ont refusé de prêter même à court et à très court terme aux autres banques. Cet engrenage a touché l'ensemble du système bancaire américain mais aussi européen parce que, dans le contexte de la globalisation financière, les banques européennes avaient également participé à ces montages.

Devant le risque de crise bancaire systémique, les banques centrales des États-Unis, d'Europe et du Japon, ont injecté massivement et à plusieurs reprises des liquidités dans le marché des crédits interbancaires à partir du 4ème trimestre 2007. »

Annexe : quelques exemples de crises modernes

La crise de 1866

C'est une crise d'origine bancaire : Overend and Gurney, une grande banque anglaise, avait lourdement investi dans deux compagnies de chemins de fer, l'une américaine et l'autre anglaise, qui font faillite à une époque où plusieurs sociétés dont l'expansion se ralentit sont en difficulté. La faillite de cette banque provoque une panique boursière qui met en difficulté de nombreuses banques, qui sont sauvées par l'intervention de la Banque d'Angleterre qui leur prête plus de 50 millions de livres pour éviter la faillite de tout le secteur bancaire.

Mais de nombreuses entreprises sont mises en difficulté, et la crise se diffuse en Europe et aux États-Unis parce que les capitaux britanniques sont rapatriés en Angleterre. La même année, la France connaît une situation similaire avec la faillite de la plus grande banque d'affaires de l'époque, le Crédit mobilier, qui se transforme en crise boursière et s'étend alors.

La période de la « Grande Dépression » est marquée par trois crises modernes

La crise de 1873

Commençons par préciser avec un document le déroulement de cette crise :

« Le choc de 1873 »

De 1869 à 1873, en dépit du conflit franco-allemand, l'Europe avait bénéficié d'une certaine prospérité. Aux États-Unis, la reconstruction qui suivit la guerre de Sécession évita à ce pays d'être touché par la petite crise de 1867-1869.

Brutalement, en mai 1873, résonne comme un coup de tonnerre l'effondrement des bourses allemandes bientôt suivi de faillites bancaires en Autriche. Aux États-Unis, en septembre de la même année, s'effondre la firme Jay Cooke spécialisée dans les opérations financières et la banque britannique n'est pas en reste.

En fait, à partir de 1871-1872, des difficultés étaient apparues avec la hausse brutale du prix du charbon, choc d'offre sensible pénalisant la sidérurgie et les industries métallurgiques.

À l'évidence, cette simultanéité dans l'apparition de difficultés, de part et d'autre de la Manche et de l'Atlantique, illustre l'intégration des économies industrielles en matière commerciale, et plus encore en matière de mouvements de capitaux.

Le choc charbonnier de 1871-1875 et son dépassement

La flambée des prix de la houille touche l'Europe à partir de 1871-1872 écrasant les marges bénéficiaires des cokeries, de la sidérurgie et des industries métallurgiques. De manière conjoncturelle, la flambée s'expliquerait par une hausse inattendue de la demande américaine de produits sidérurgiques. Mais structurellement, les exploitations charbonnières européennes souffraient de rendements décroissants avec un mode d'évacuation du charbon archaïque (wagons tirés par des chevaux) et des hausses salariales. À partir de 1876, les prix chutent et les difficultés s'atténuent tandis que lentement se met en place, dans les mines, l'évacuation tractée par la vapeur. Cet épisode mal connu de la « longue stagnation » semble bien illustrer l'idée selon laquelle, pour partie, les difficultés de la période s'expliqueraient par une certaine panne dans le progrès technique et donc l'apparition sectorielle de rendements décroissants.

Mais au-delà de ce simple constat, l'effondrement boursier s'explique par les vagues spéculatives et surtout par les espoirs démesurés mis sur les actions des compagnies de chemin de fer avant 1873. Le paiement anticipé de l'indemnité française de cinq milliards de francs à l'Allemagne (1871-1873) contribua aussi largement au manque de liquidités de l'économie germanique en 1873-1874, quelque peu dopée par les transferts français en 1871-1872. Les difficultés se transmirent en Italie et surtout en Autriche, à la suite des retraits effectués par les banques allemandes dans ces pays, brisant l'expansion économique.

La Grande-Bretagne, pour faire face aux retraits de la Banque de France au bénéfice de l'Allemagne, avait déjà, dès 1872-1873, relevé ses taux d'intérêt. Elle accentuera cette tendance

après le krach allemand pour protéger ses encaisses, contribuant ainsi à réduire l'activité économique déjà affectée par la diminution des importations allemandes et autrichiennes. Les achats de coton brut en Amérique du Nord coulent alors à pic et les difficultés se transmettent au Nouveau Monde.

La langueur économique va persister dans de nombreux pays comme le Royaume-Uni ou la France jusqu'en 1879. Durant 7 années (1873-1879) la croissance du PIB des grandes économies industrielles (États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni) va se situer au-dessous de 2 % contre 3 % pour la période 1869-1872. L'économie allemande toutefois redémarrera en 1878 et celle des États-Unis en 1877. Globalement, la croissance reprendra en 1880 jusqu'en 1882, courte embellie avec une croissance de 3,4 % l'an dans l'ensemble des grandes économies industrielles.

B. Marcel et J. Taïeb, *Les grandes crises*, Armand Colin, 10^{ème} édition, 2016

Cette crise marque une rupture claire par rapport à 1850-70 : le capitalisme du 19^{ème} est arrivé à maturité, ce qui semble confirmé par le fait que la crise commence dans les pays nouvellement industrialisés. La France n'est touchée que plus tard, en raison de sa situation politique particulière après la défaite de 1871 qui avait déjà ralenti l'activité. La crise est renforcée en France par la baisse des prix agricoles (un phénomène nouveau) qui diminue les revenus agricoles et donc la demande en raison du développement du libre-échange. Ce dernier a aussi dégradé la balance commerciale française ce qui diminue les débouchés à l'extérieur.

La crise de 1882

« La crise se creuse (1882-1886) »

La faillite de la banque de l'Union générale déclenche en France la crise de 1882 dans un contexte international lui-même déprimé. Les causes de cette nouvelle dépression sont à peu près les mêmes qu'en 1873 : spéculations boursières hasardeuses, diminution sensible des commandes de matériel ferroviaire, mais à ces raisons s'ajoutent pour l'Europe de graves ennuis agraires. Il y avait déjà eu, après 1875, l'arrivée des laines d'Australie. Après 1880, ce fut la ruée des céréales américaines à bas prix, bientôt suivies par les viandes et les beurres du nouveau monde transportés par bateaux dans des chambres froides.

Incapable de soutenir la concurrence américaine et non protégée par des tarifs douaniers, l'agriculture anglaise s'enfonce alors dans une dépression durable tandis que se tassent les productions agricoles en France et en Italie. La mévente généralisée entraîna une baisse des prix de gros plus sensible qu'entre 1873-1878. En France, de l'indice 144 en 1873 (base 100 en 1901-1910), ils avaient chuté à 120 en 1878, continué à diminuer légèrement durant les années de prospérité (1879-1882) pour s'effondrer à 92 en 1887. Au Royaume-Uni, l'évolution fut presque parallèle comme aux États-Unis.

Globalement en Europe, la dépression fut plus sensible qu'entre 1873 et 1878. La France surtout fut accablée avec une croissance nulle de 1882 à 1888. Sectoriellement, l'agriculture, peu atteinte dans la décennie 1870, subit de rudes assauts dans la décennie 1880.

Dans l'ensemble des grands pays industriels, la croissance du PIB de 1883 à 1886 chutera à nouveau à moins de 2 % l'an.

La reprise qui suivit fut incertaine, hésitante, de courte durée en Europe occidentale (1887-1890). Aux États-Unis, elle dura jusqu'en 1892 uniquement parce que les mauvaises récoltes européennes de 1891 donnèrent un répit de deux ans, mais la production industrielle fut seulement multipliée par deux contre 2,8 entre 1876 et 1882.

B. Marcel et J. Taïeb, *Ibidem*

La crise de 1890

La crise « persiste (1890-1895) »

En 1890, la place de Londres est touchée par la faillite partielle de la maison Baring qui avait de gros intérêts en Argentine. Une série de mauvaises récoltes dans ce pays l'avaient mise en difficulté. Pour sauver les meubles, la City mobilisa les sommes nécessaires au sauvetage, asséchant la place de New York bientôt à court de liquidités et atteinte, dès 1892, par la cessation des commandes de matériel ferroviaire.

En Europe occidentale, le scénario ne reproduisit pas à l'identique celui des deux crises précédentes. Les faillites boursières furent moins spectaculaires avec des agents économiques devenus plus circonspects. Le réseau ferré étant pratiquement achevé, la dépression ne provient plus, pour l'essentiel, d'une baisse d'activité dans cette branche, mais d'un mal plus pernicieux, plus chronique, rongant la demande modeste mais massive des milieux ruraux touchant la métallurgie différenciée, la petite mécanique, les chantiers navals où la fabrication de grands vapeurs en métal avait pris un certain essor dans la décennie 1880. Finalement, la croissance pour les grands pays industriels tombera encore à près de 2 % l'an de 1891 à 1896.

À l'effondrement de la production européenne répond la chute de l'industrie manufacturière américaine qui perd 33 points entre 1892 et 1894 pour se redresser dès 1895. Symbole des difficultés de réalisation de la production, les prix de gros français atteignent un minimum séculaire historique en 1896 (indice 82 contre 100 en 1890), les indices américains et britanniques suivant là aussi la même pente décroissante pour aboutir à peu près à la même date au même minimum.

Entre 1894 et 1896, selon les pays, les courbes des prix et des productions se redressent sensiblement, pavant la voie à une nouvelle période de prospérité qui durera jusqu'à la veille de la Grande Guerre et, sans disparaître, loin de là, les phases B des Juglar ou cycles classiques se feront moins intenses et surtout plus courtes.

Tableau 10.1: Taux de croissance du PIB par période et par pays (en % annuel)

Périodes	France	Royaume-Uni	Allemagne	États-Unis	Total des 16 pays industrialisés
1850-1872	= 2	= 3,2			= 3,1
1873-1896	= 1,1	= 1,4	= 2,6	= 3,8	= 2,4
1897-1913	= 2	= 1,8	= 3,15	= 4,5	= 3,1

Source: Calculs effectués d'après A. Maddison, *op.cit.*

En comparant à d'autres sources, les taux britanniques, pour 1897-1913, paraissent minorés.

B. Marcel et J. Taïeb, *Ibid.*