

# CRISE ET CRISES

*Invariants et nouveautés*

*Robert BOYER (Institut des Amériques)*

Séminaire Collège de France, 14 mars 2012

# INTRODUCTION

- *Les crises sont des **épisodes oubliés** par la macroéconomie contemporaine, alors que celle de 1929 fut à l'origine de l'émergence de cette discipline.*
- *Pourtant depuis le début des années 80, elles se sont répétées en Amérique Latine, en Asie ...mais elles furent interprétées comme **des phénomènes exotiques**, liés à un retard de ces économies.*

- *La Grande Modération* du début des années 2000 avait convaincu décideurs et économistes que *les crises financières appartenaient au passé.*
- *La panique que déclenche la faillite de Lehman Brothers, la diffusion de la crise à l'échelle internationale et la difficulté de récupération de la plupart des économies marquent une prise de conscience des économistes*
- *C'est une invitation à revisiter l'histoire des crises financières et en tirer les conséquences pour les théories économiques.*

# SYNOPSIS

1. *Mais qu'est ce qu'une crise? La nécessité d'une définition.*
2. *Pourquoi faut-il s'intéresser aux crises?*
3. *Une boîte à outils pour analyser leur répétition mais la variété de leur forme selon les époques et les pays.*
4. *Cette approche rend intelligible la crise actuelle: invariance de cinq mécanismes de base mais une combinaison originale.*
5. *Les nouveautés de la crise des subprimes.*
6. *Quelles conséquences pour les théories?*

# **I. A LA RECHERCHE D'UNE DEFINITION**

**Au moins quatre conceptions**

➤ **C1 : un écart plus ou moins durable par rapport à un “bon” équilibre. Quelques exemples**

✓ *La crise de la Sécurité Sociale comme déficit financier*

✓ *La crise de l'emploi : persistance d'un chômage, comme écart par rapport au plein-emploi*

✓ *Observation d'un équilibre bas, Pareto inférieur à un équilibre haut : modèles de « crise de change »*

**C'est la vision commune de l'économiste**

➤ **C2 : Un brutal retournement de la conjoncture économique. La crise est alors un processus, non l'expression d'un mauvais équilibre.**

**Quelques exemples**

- ✓ *Les cycles des affaires tels qu'étudiés par les historiens économistes*
- ✓ *La dépression américaine 1929-1932 : la crise type des macroéconomistes*
- ✓ *Le premier choc pétrolier de 1973 et le ralentissement de la croissance : une référence accrue aux crises*

**C'est la vision des historiens de l'économie**

➤ C3 : Le retour remarqué des crises financières : Un processus asymétrique entre l'euphorie et le retournement

✓ *A l'origine, un thème typique de l'histoire financière (Kindleberger)...*

✓ *... qui rencontre les problématiques post-keynésiennes à la Minsky*

✓ *Les crises latino-américaines et asiatiques stimulent les recherches des économistes*

***C'est la vision des analystes de la finance***

## ➤ C4 : Un spectre complet de formes de crise

- ✓ *Un simple apurement des déséquilibres antérieurs au sein d'un mode de régulation*
- ✓ *Une crise du mode de régulation, comme incapacité à susciter une reprise endogène*
- ✓ *Une crise du régime d'accumulation, comme remise en cause des principes directeurs de ce régime*
- ✓ *Une crise du mode de développement comme impossibilité de trouver des ajustements institutionnels au sein de ce mode de développement*

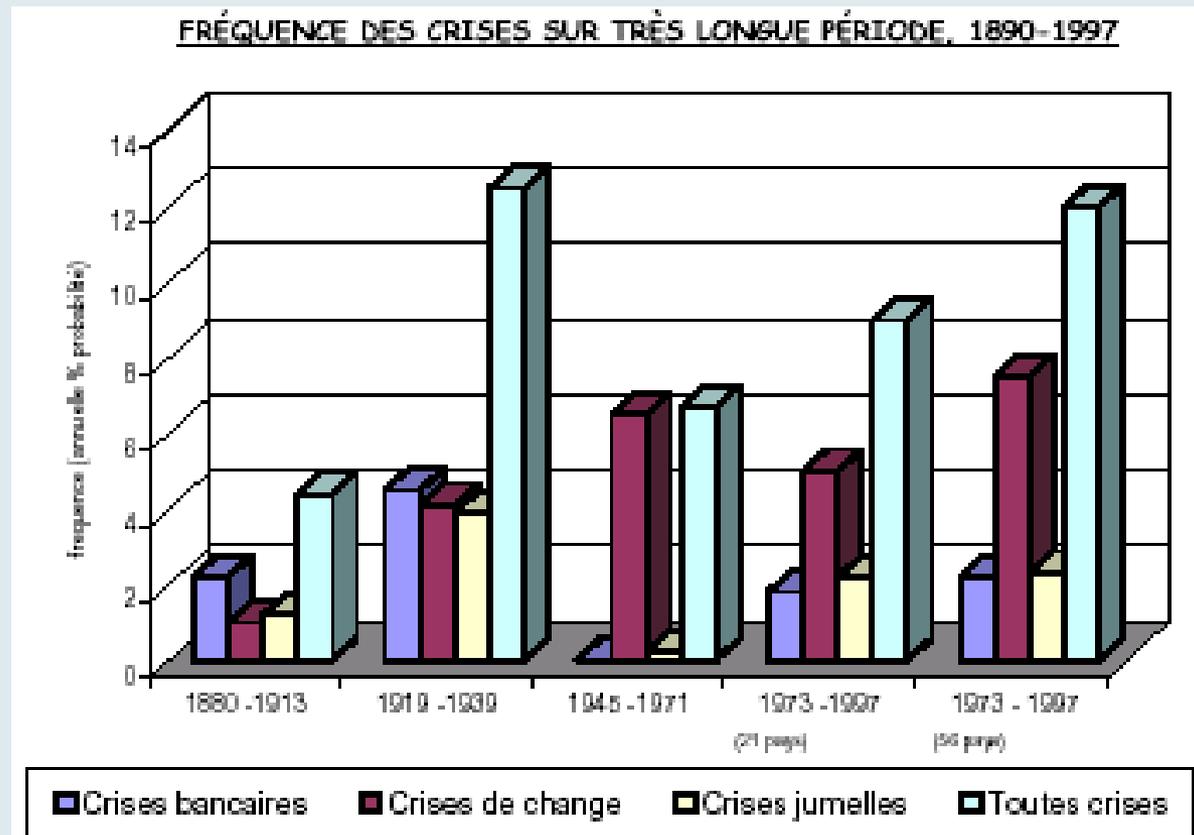
**L'approche de la théorie de la régulation**

# II. POURQUOI S'INTÉRESSER AUX CRISES FINANCIÈRES ?

*Cinq raisons*

# 1. Une recrudescence des crises par rapport aux « Trente glorieuses »...

Figure - Crises bancaires, crises de change, crises doubles : 1890-1997

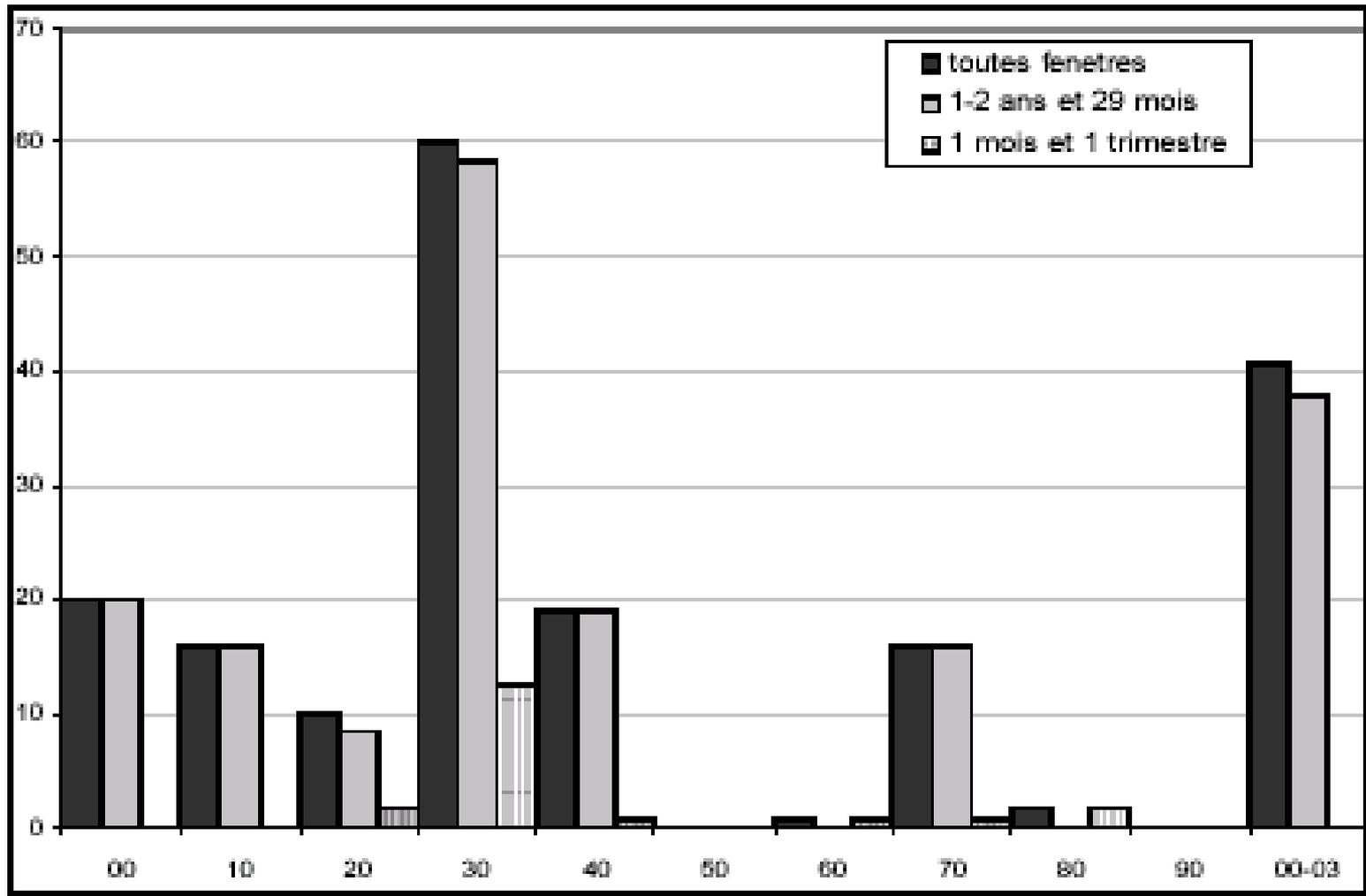


Source : Bordo et alii (2001) (Authors calculations).

Source : repris de Dehove Mario (2003), p. 15

# ...Le retour des crises boursières

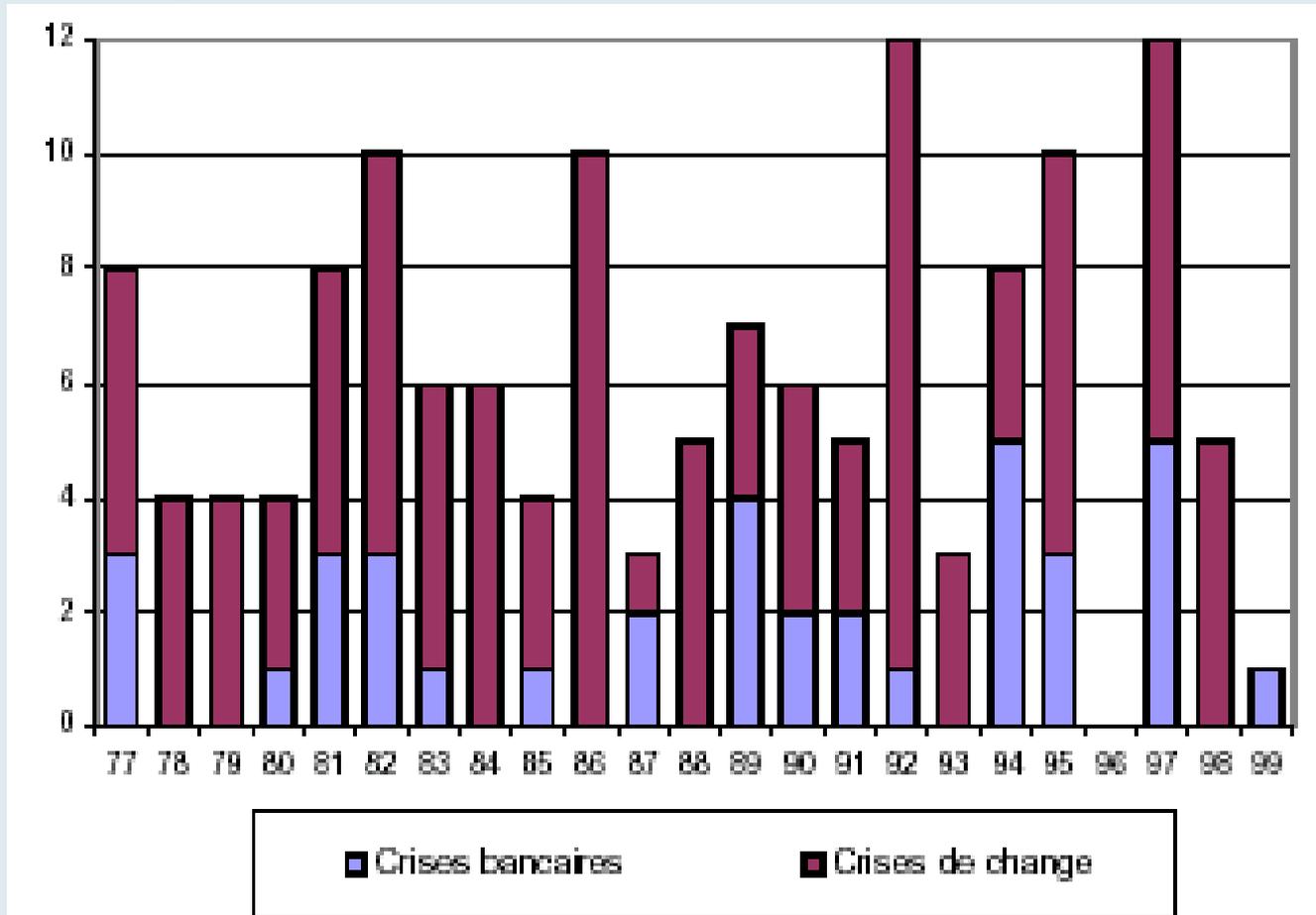
Figure - Fréquence des crises boursières : 1900-2003



Source : Boucher Christophe (2003)

## 2. Les crises ne s'accélérent pas dans les années 90...

Figure - Nombre de crises entre 1977 et 1999



## ... mais changent de forme

- **Fréquence des crises jumelles, bancaires et de change: Asie en 1997**
- **Une crise de dette souveraine, de change et bancaire: Argentine 2001-2002**

- **Une crise boursière majeure mais pas de répétition de la dépression de 1929-1932 : le krach de la bulle Internet en 2001**
- **La conjonction d'une spéculation immobilière et d'innovations financières: la crise des subprimes Septembre 2008**
- **Le retour des crises des dettes souveraines en Europe: printemps 2011**

### 3. Ampleur des phénomènes de contagion

- **Transmission de pays à pays**
- **Transmission de marché à marché**
- **Au-delà de la détérioration des fondamentaux**

## 4. Les crises, spécialement bancaires, sont coûteuses...

- **En termes budgétaires**
- **En perte de croissance**
- **Des effets probables sur les inégalités**

... A l'opposé des crises de change

# Le coût considérable des crises financières (1981-2002)

	Début de la crise	Proportion de crédits douteux au cœur de la crise	Coût fiscal / PIB	Perte cumulée de production	Chute de la production au cœur de la crise
Argentine	2001	20,1	9,6	42,7	- 10,9
Chili	1981	35,6	42,9	92,4	- 13,6
Chine	1998	20,0	18,0	36,8	+ 7,6
Corée	1997	35,0	31,2	50,1	- 6,9
Finlande	1991	13,0	12,8	59,1	- 6,2
Hongrie	1991	23,0	10,0	na	- 11,9
Indonésie	1997	32,5	56,8	67,9	- 13,1
Japon	1997	35,0	24,0	17,6	- 2,0
Mexique	1994	18,9	19,3	4,2	- 6,2
Norvège	1991	16,4	2,7	0,0	+ 2,8
Pologne	1992	24,0	3,5	na	+ 2,0
Roumanie	1990	30,0	0,6		- 12,9
Russie	1998	40,0	6,0	0,0	- 5,3
Suède	1991	13,0	3,6	0,0	+ 0,7
Thaïlande	1997	33,0	43,8	97,7	- 10,5
Turquie	2000	27,6	32,0	5,4	- 5,7
Uruguay	2002	36,3	20,0	28,8	- 11,0

**Source : Extraits de Laeven & Valencia, IMF, WP/08/224**

## 5. Les crises de la dernière décennie semblent défier la prévision

- La crise du SME ne reproduit pas celle des pays d'Amérique latine des années 80
- La crise asiatique ne met pas en jeu les mêmes facteurs que les crises latino-américaines
- L'éclatement de la bulle Internet aux Etats-Unis ne reproduit pas les évolutions de la décade perdue japonaise
- La crise des subprimes se convertit en celle des dettes publiques européennes

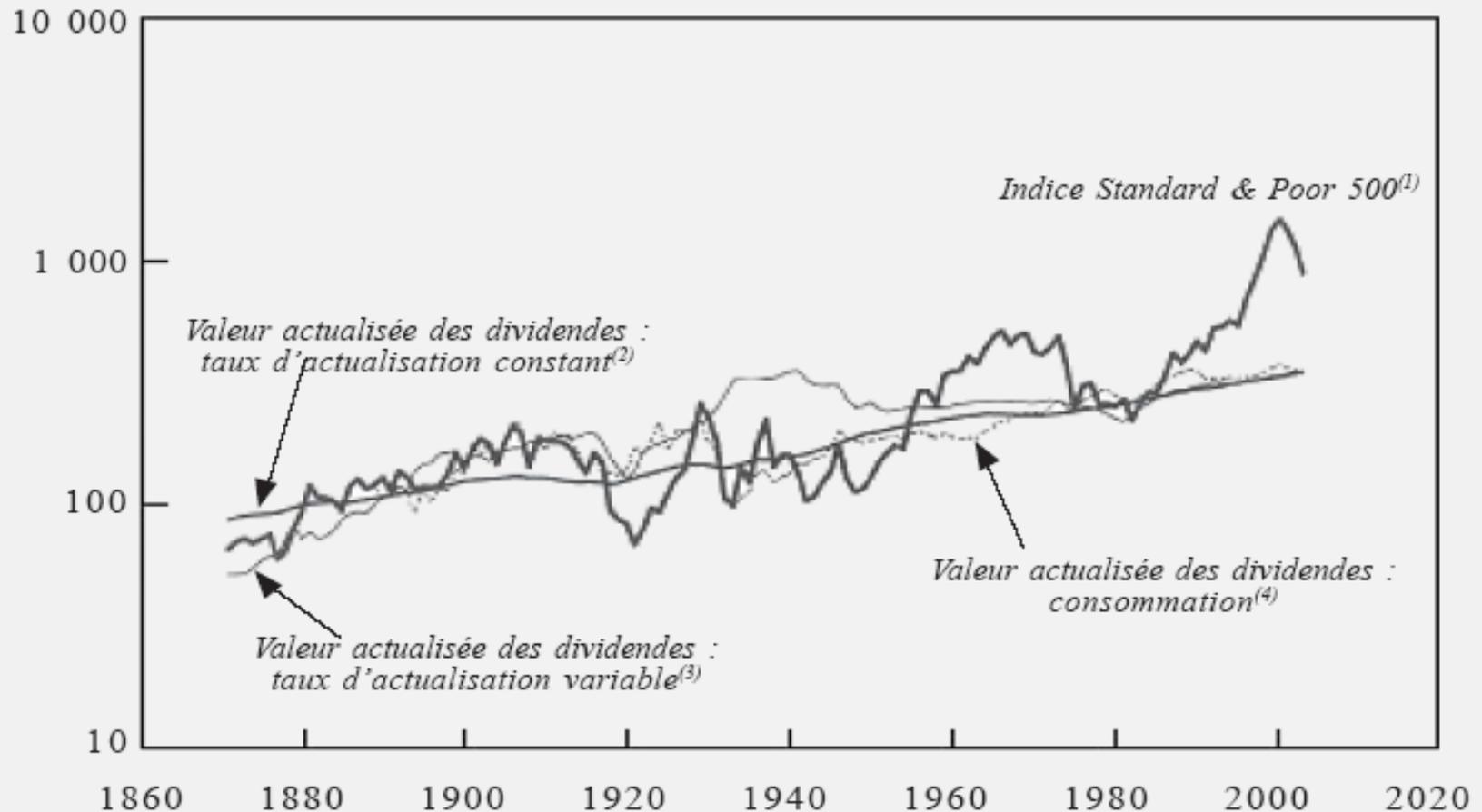
**III . LA VARIÉTÉ DES CRISES  
FINANCIÈRES COMME  
COMBINAISON D' UN PETIT  
NOMBRE DE MÉCANISMES  
DE BASE**

*Cinq enchaînements conduisant  
aux crises*

1. Les marchés financiers : des échanges de promesses, frappées d'incertitudes majeures...

- **Les marchés boursiers : une extrême sensibilité de l'évaluation vis-à-vis de conventions financières...**
- **Supposant même des anticipations parfaites quant aux dividendes futurs**

# Figure – Les cours boursiers s'écartent durablement de la valeur fondamentale.

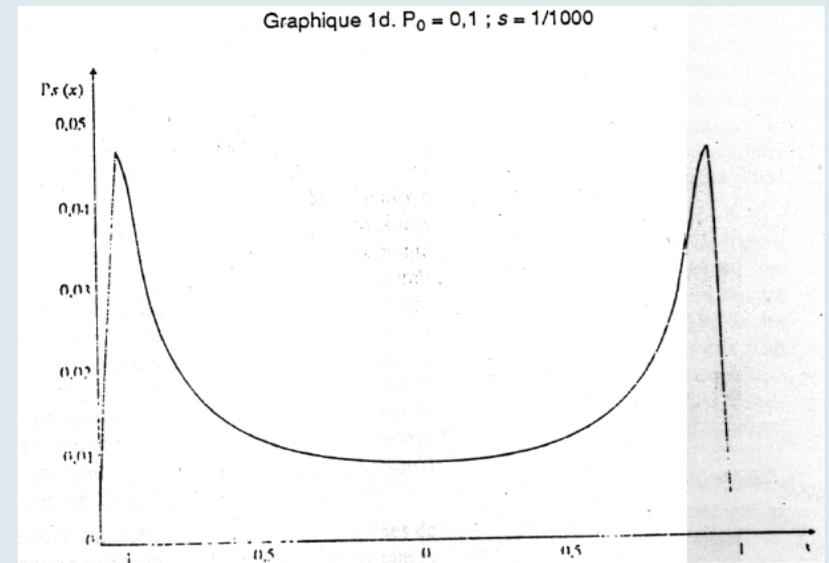
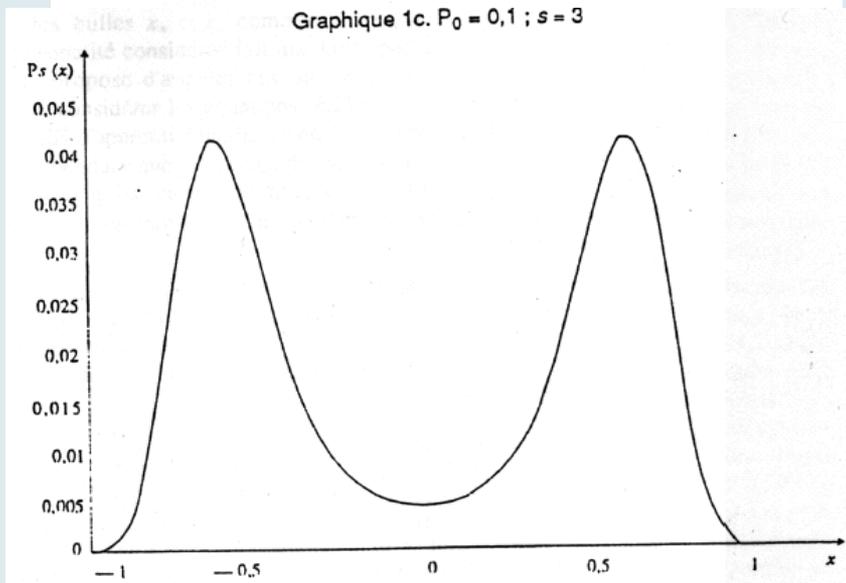
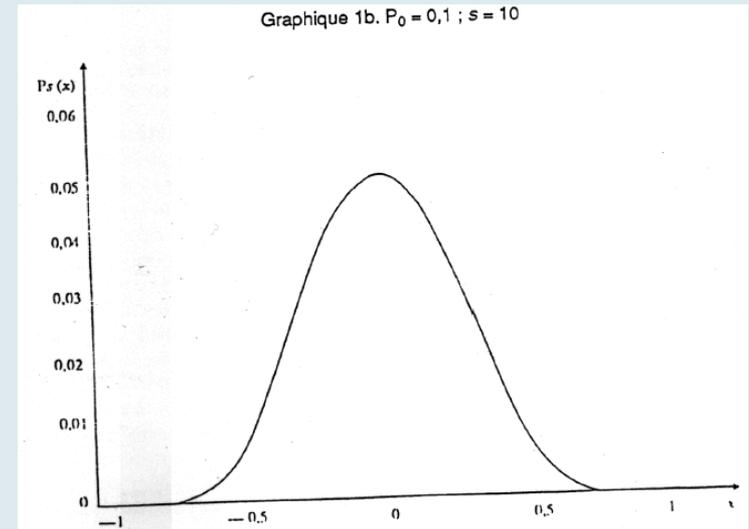
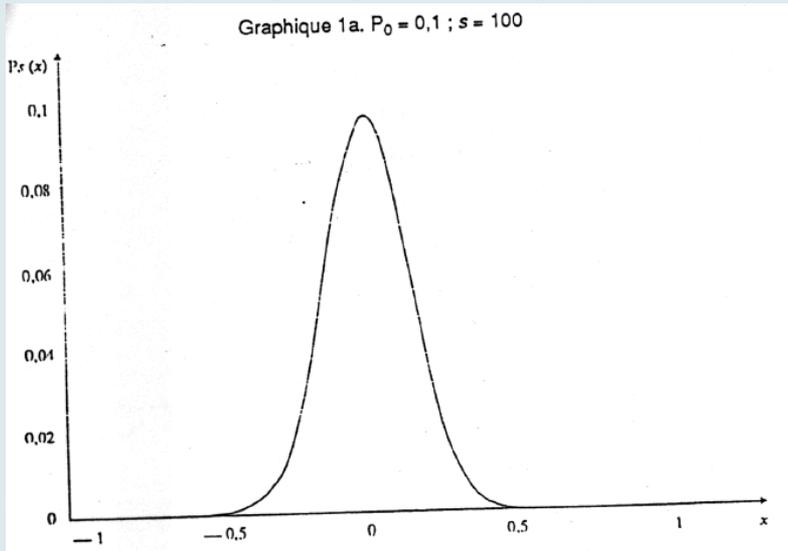


Source : Shiller 2003, p. 86.

...Le caractère conventionnel des évaluations est propice à l'alternance de phases d'euphorie puis de crise

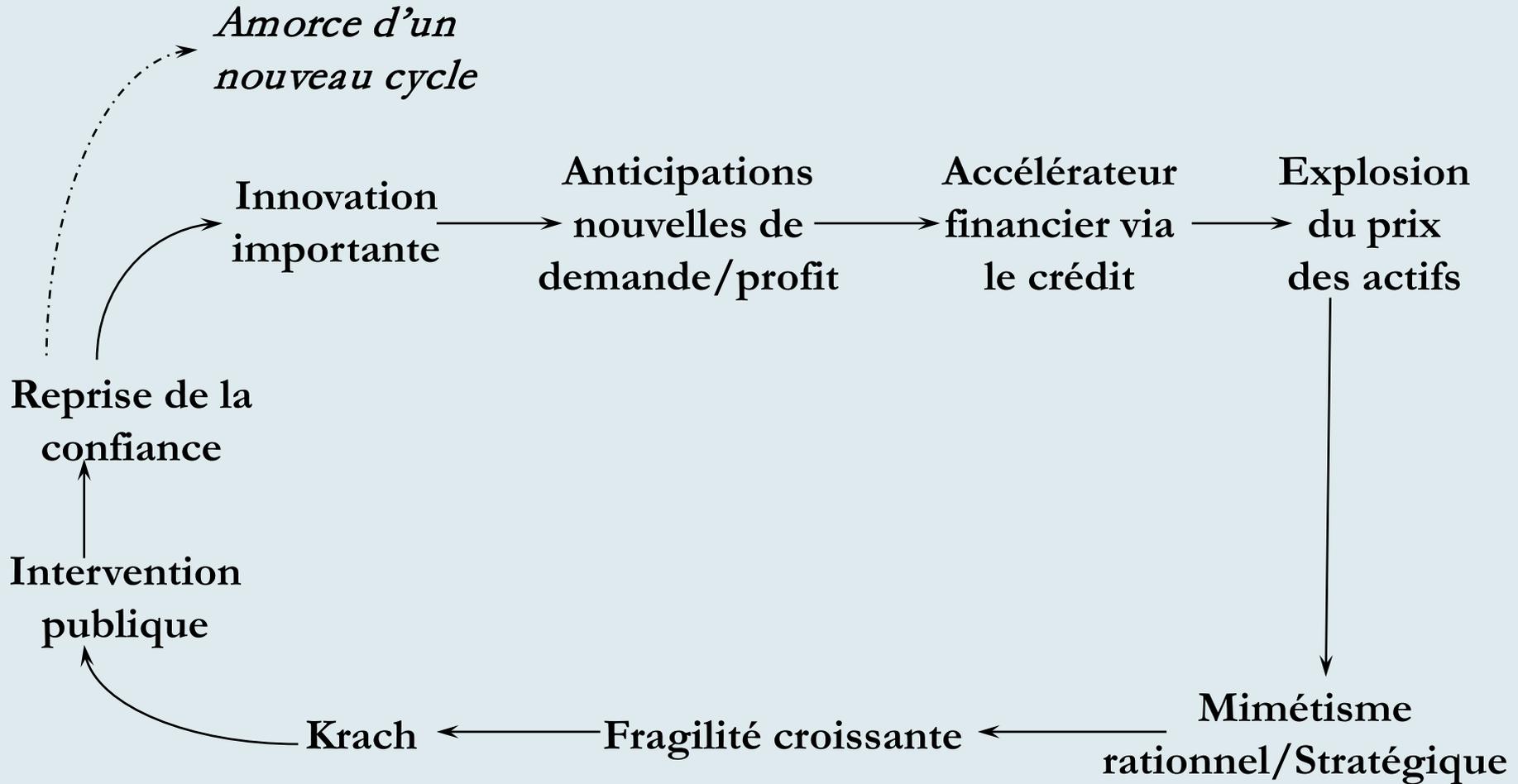
- Lorsque l'incertitude s'accroît, les agents ont tendance à faire confiance aux prix du marché plutôt qu'à leurs évaluations...
- Dès lors, ce mimétisme écarte le marché de la valeur fondamentale au profit de deux évaluations respectivement haussière et baissière

# Distribution de probabilités lorsque se réduit la confiance en l'estimation du marché



# D'une innovation réputée majeure au mimétisme qui débouche sur la fragilité

financière



# Les bulles les plus célèbres : un révélateur du fonctionnement de la finance et du crédit

INNOVATION	REPOSE DES AGENTS INFORMES	MECANISMES DE PROPAGATION	RECONNAISSANCE PAR LES AUTORITES	KRACH	REACTION POLITIQUE/REFORME
<b>SPECULATION SUR LES TULIPES AUX PAYS-BAS (1630-1636)</b>					
Des virus permettent de produire des tulipes attractives ; prospérité du pays	Recherche de méthode de sélection des tulipes et achats sur le marché	Essor des contrats devant notaire portant sur les tulipes, croissance des transactions	?	1637	?
<b>SOUTH SEA BUBBLE (1710-1720)</b>					
Profits tirés de la conversion de la dette publique ; anticipation d'un monopole sur le commerce avec les Espagnols	Achat de la dette avant conversion et profits en présentant les titres à la conversion	Développement de la spéculation à travers un réseau d'estaminets	Approbation du gouvernement, implication du pouvoir royal	1720	Sanction contre les directeurs, restriction à l'utilisation de la forme société
<b>BULLE DU MISSISSIPPI (1717-1720)</b>					
Croissance rapide du commerce avec le nouveau monde ; succès de Law en tant que financier	Plan de Law pour s'enrichir et accroître son pouvoir en convertissant la dette publique française	Soutien du gouvernement, forte expansion du crédit par la banque de Law pour soutenir la vague d'achat	Soutien officiel du Duc d'Orléans, sanction contre les critiques de Law	1720	Chute de Law ; arrêt (jusqu'en 1787) des efforts en vue de réformer les finances publiques françaises
<b>PREMIER BOOM DU CHEMIN DE FER EN GRANDE BRETAGNE (1845-1848)</b>					
Fin de la dépression ; enthousiasme à l'égard de ce nouveau mode de transport	Multiplication des projets ferroviaires	Développement de schémas de financement à la Ponzi (utilisation du capital pour payer les dividendes)	Lois pour chaque réseau, suggérant une approbation gouvernementale	Pas d'effondrement brutal, ajustement progressif	Réforme des normes comptables ; règles imposant le paiement des dividendes à partir des seuls revenus et non du capital
<b>BOOM DU CHEMIN DE FER AUX ETATS-UNIS (1868-1873)</b>					
Fin de la guerre civile ; colonisation de l'Ouest américain	Construction de réseaux subventionnée par le gouvernement	Multiplication des contrats de chemin de fer ; anticipation de poursuite de subventions	Henry Varnum Poor et Charles Frances Adams	1873, faillite de Jay Cooke & Compagnie	?
<b>PRETS A L'ARGENTINE (1880)</b>					
Forte demande mondiale des produits agricoles argentins ; profits considérables des premiers investisseurs	Flux d'investissements de la Grande Bretagne vers l'Argentine ; extension du réseau ferré	Nouvelles émissions de titres sur le marché londonien ; création de compagnies spéculant sur le prix des terrains	Propos du Président Argentin ; optimisme de Baring quant à l'amélioration de la situation et la possibilité de remboursement	Faillite de la compagnie Baring (novembre 1890)	Coup d'État en Argentine ; lois défavorables à l'investissement étranger

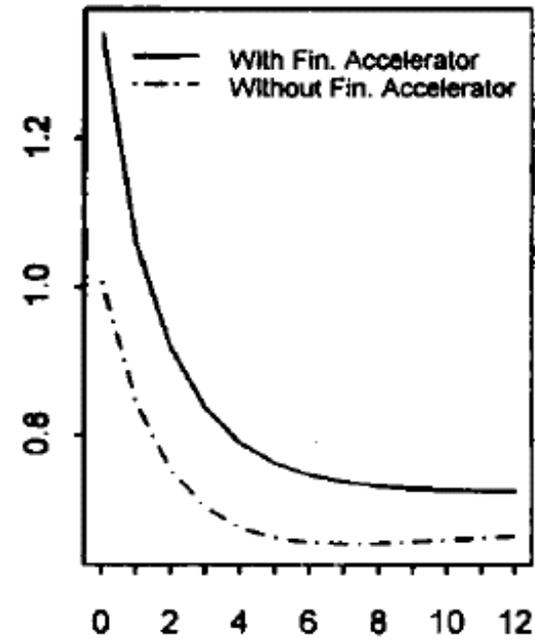
## Tableau – Deuxième partie

BOOM IMMOBILIER EN FLORIDE (1920-1925)					
Clémence du climat en hiver ; proximité des grands centres américains de population ; prospérité économique	Construction du Chemin de fer ; développement de Miami ; projets fonciers	Création d'un réseau d'agents immobiliers vendant des terrains en Floride	William Jennings Bryan vante la Floride ; étroitesse des relations entre les Maires et les développeurs	1926	Poursuites pour fraude
BULLE BOURSIERE AMERICAINE (1920-1928)					
Rapide expansion de la production de masse ; rapidité de la croissance ; fin de la crainte de déflation	Croissance de l'offre de titres ; création de nouveaux fonds d'investissement	Croissance de la marge des intermédiaires financiers ; essor du crédit	Bénédiction par Coolidge, Hoover, Mellon et Irving Fisher	Octobre 1929 et années ultérieures	Fragmentation des grandes sociétés ; réglementation financière et bancaire ; interventions multiformes de l'État
VAGUE DE FUSIONS AUX ETATS-UNIS (1960-1969)					
Deux décennies de croissance des cours boursiers livrant une forte rentabilité des actions	Émergence de conglomerats gérés professionnellement : ITT, Textron, Teledyne...	Échanges de titres en vue de susciter l'apparence d'une croissance des gains	Le fonds d'investissements de Harvard prend des positions sur le marché, McGeorge Bundy incite les institutions financières à investir agressivement	1970-1971	Réforme des pratiques comptables, Williams Act.
BULLE INTERNET ET VAGUE DE FUSIONS (1999-2000)					
Ouverture aux marchés financiers d'économies en forte croissance ; perspectives ouvertes par les TIC	Création de nouveaux instruments financiers ; redéploiement des portefeuilles à l'échelle internationale ; utilisation des imperfections du marché pour des opérations de rachat	Abondance de l'épargne liée à la croissance des fonds de pension et essor de l'investissement de portefeuille ; entrée sur le marché de nouveaux agents	Alan Greenspan, après avoir dénoncé l'exubérance irrationnelle se range à l'opinion du marché	Mars 2000 – juin 2003	Loi Sarbanes – Oxley encadrant la comptabilité, la responsabilité des PDG, la communication des résultats financiers ; montée de mouvements contre la globalisation financière

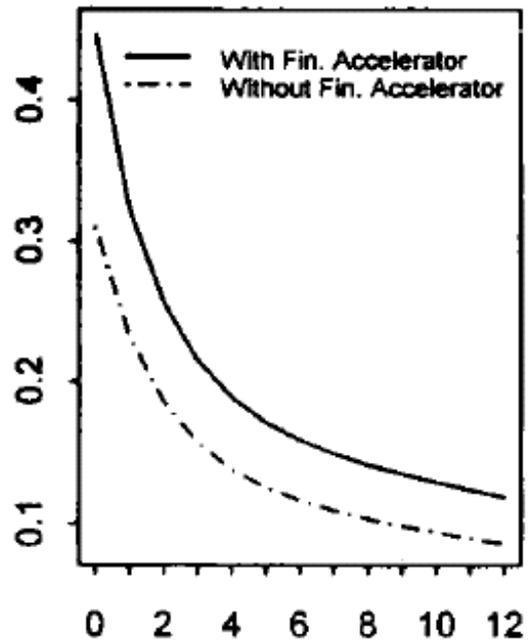
## 2. La relation de crédit : une prise de risque procyclique

- Le mécanisme de base : l'évaluation de la probabilité des faillites est incorporé dans la prime de risque, qui varie elle-même avec le cycle
- Le modèle d'accélérateur financier. Face à un choc positif, par exemple de productivité :
  - ✓ *De meilleurs profits anticipés induisent une réduction de la prime de risque*
  - ✓ *En réponse à ce même choc, croissance de la valeur nette de la firme qui autorise un endettement supplémentaire, d'où un accroissement de la formation de capital*

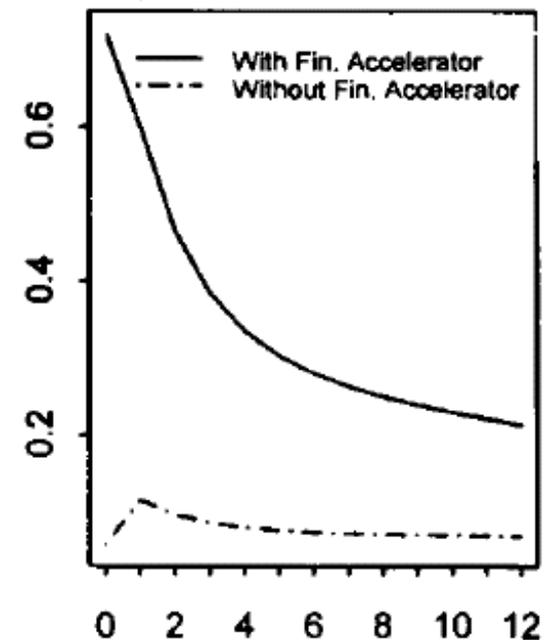
## Figure – Amplification des chocs par l'accélérateur financier



Technology Shock



Demand Shock



Wealth Shock

- **Le mécanisme peut être renforcé par des biais psychologiques ou institutionnels**
- **De décennies en décennies le phénomène se répète pour une grande variété d'instruments financiers**
- **Les analyses des crises sur données de panel : confirmation du rôle du crédit**
- **Certains systèmes financiers y sont plus sensibles que d'autres**

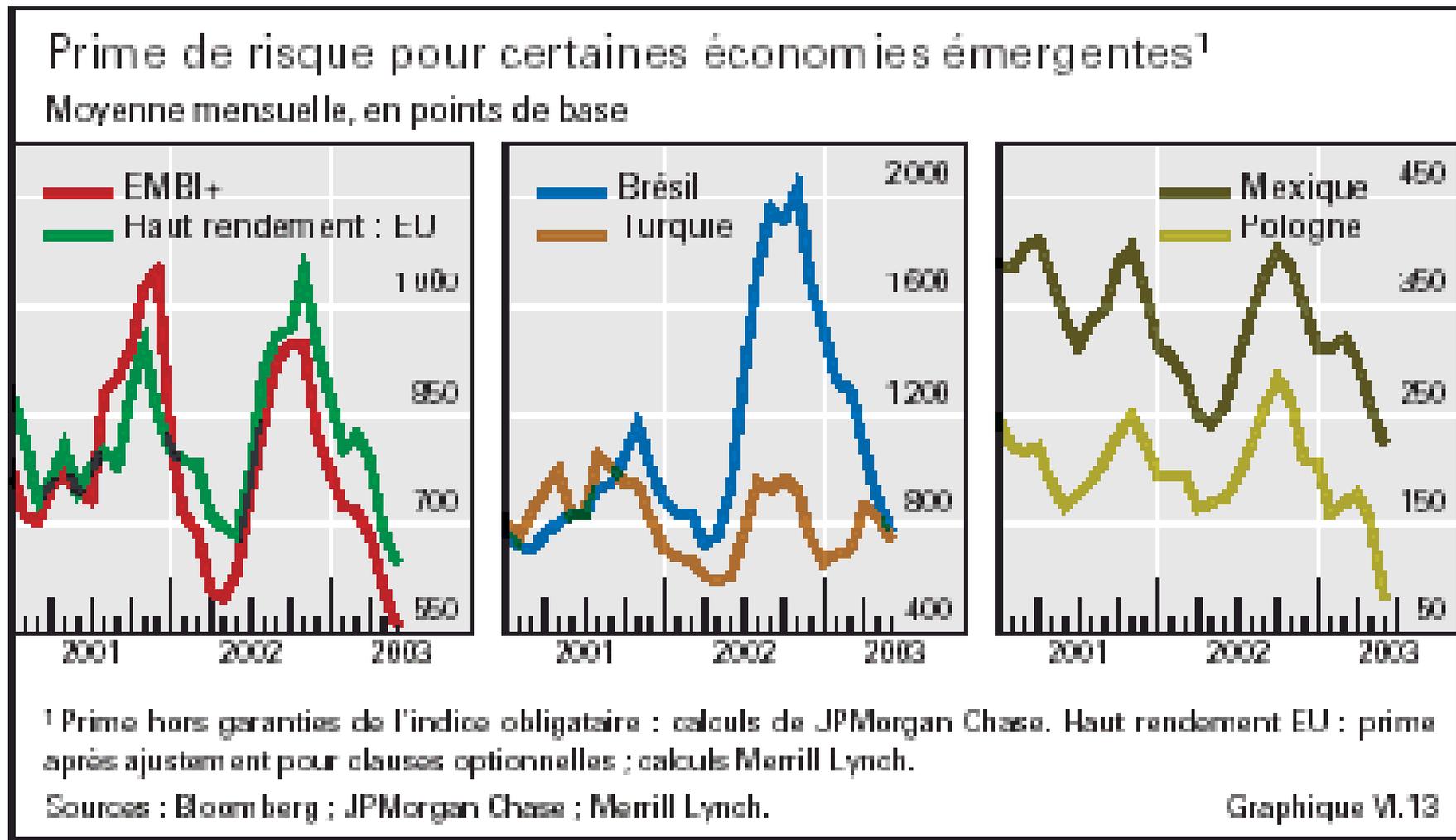
## Une séquence qui se répète pour chaque nouvel instrument financier

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
<b>International</b>						
• 1974 : <i>spread</i> interbancaire	n/a	n/a	2,4	1,3	2,2	3,1
• 1982 : <i>spread</i> sur les crédits aux nouveaux PVD	1,6	1,3	1,0	0,9	1,1	1,0
• 1986 : <i>spread</i> sur les titres à taux d'intérêt variables des banques	—	0,23	0,19	0,14	0,17	0,19
• 1987 : <i>spread</i> sur la dette des entreprises						
– Crédit	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3
– Obligation	0,8	0,63	0,02	0,09	0,29	0,99
<b>Domestique (Royaume-Uni)</b>						
• 1973 : marché monétaire	0,9	1,3	1,0	0,8	0,3	1,7
<i>spread</i> sur les obligations	0,7	1,25	1,28	1,21	0,82	0,7
• 1980 : marché monétaire	0,67	0,28	0,37	1,03	1,15	1,63
marché hypothécaire	1,1	1,3	1,4	1,2	1,8	2,3
• 1986 : marché monétaire	1,89	1,66	0,46	0,84	0,57	0,54
marché hypothécaire	2,7	3,1	2,1	1,4	1,8	2,5

Source : Philip Davis (1992)

■ Une procyclicité exportée vers des pays soumis à de nouvelles formes de contagion

Figure – L'évolution de la prime de risque pour certaines économies émergentes



### 3. Les crises financières :

la procyclicité du crédit entre en résonance avec celle des autres actifs

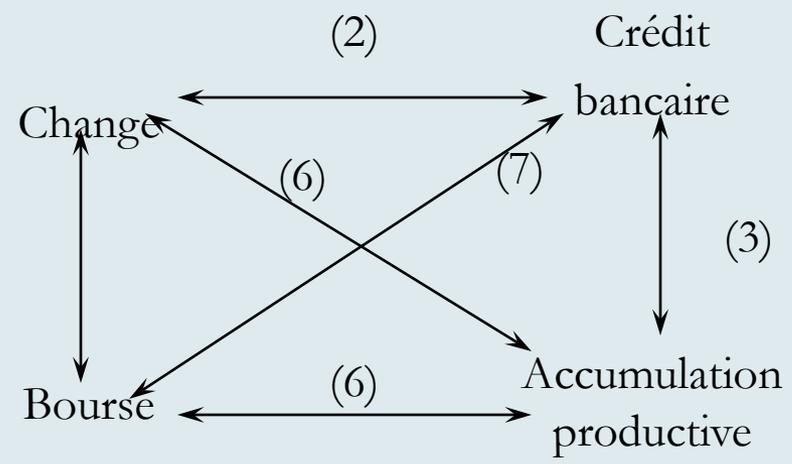
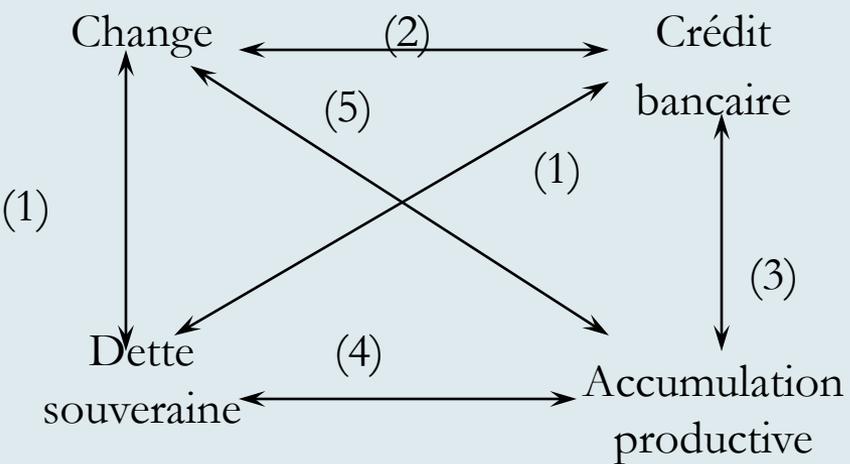
- Un cas exemplaire : les crises doubles, bancaires et de change
  - ✓ *L'impact du taux de change sur le bilan des banques*
  - ✓ *La décision d'investissement dépend de la valeur nette des entreprises*
  - ✓ *Les relations entre endettement du gouvernement et système bancaire domestique*

# ■ Une généralisation à plusieurs actifs

**Figure – L'entrée en résonance des divers marchés financiers, facteur de crise**

**Les pays soumis à la globalisation financière**

**les pays à longue expérience financière**



- (1) Krugman (1979)
- (2) Jeanne et Zeltmeyer (2002), Chang et Velasco (2000)
- (3) Kiyotaki, Moore (1997)
- (4) Kalantzis (2003)
- (5) Hausmann et Velasco (2002)
- (6) Caballero et Krishnamurphy (1998)
- (7) Bernanke, Gertler et Christ (1999)

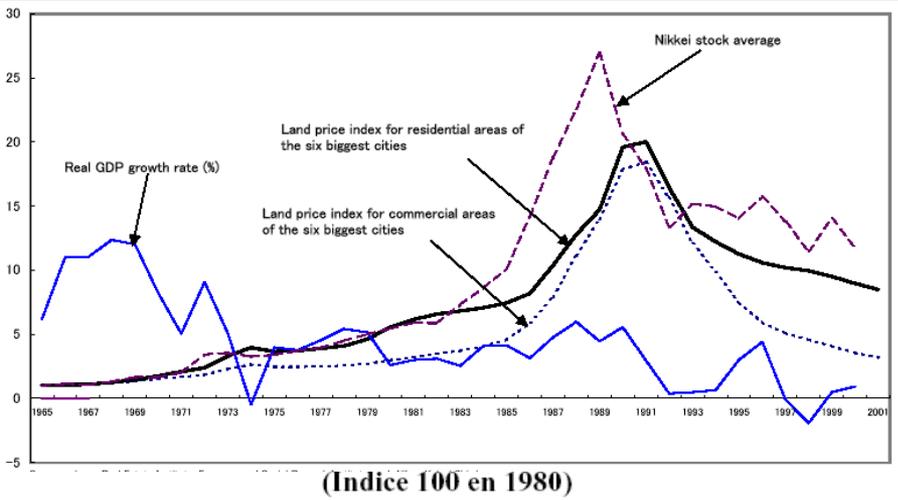
# ■ Une explication éclairante de la diversité des crises des économies « émergentes »

TABLEAU II.7 – DES CRISES A GEOMETRIE VARIABLE : LES ECONOMIES EMERGENTES

Crise	Brésil	Indonésie	Corée	Mexique	Thaïlande	Russie	Turquie	Argentine
1. de change	oui	oui	Oui	oui	oui	oui	oui	oui
2. Bancaire	non	oui	Oui	oui	oui	oui	oui	oui
3. De la dette souveraine	oui	non	Non	oui	non	oui	non	oui
4. Fuite des capitaux	oui	oui	Oui	oui	oui	oui	oui	oui
5. Immobilière	non		Non		oui	non		non
6. Du secteur non financier	non	oui	Oui	oui	oui	non	oui	oui

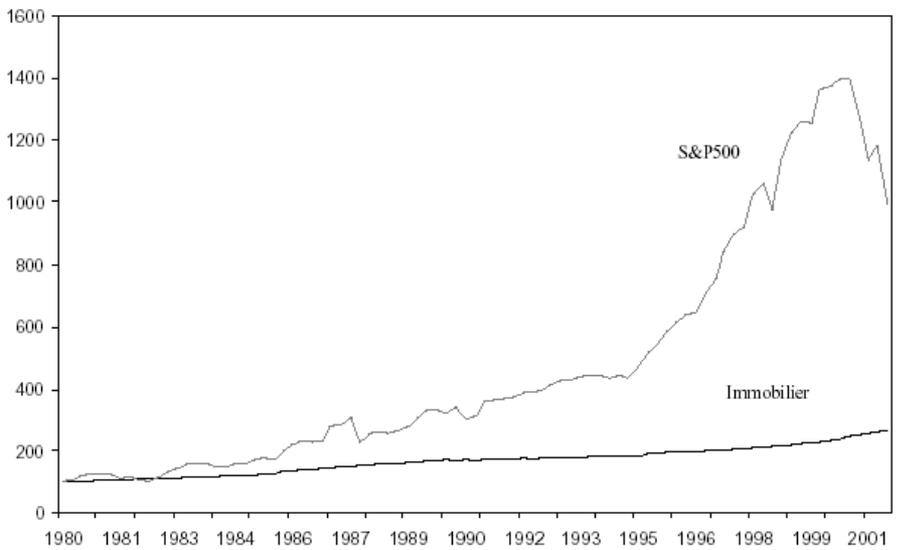
Source : Olivier Jeanne (2003) reprenant L. Summers, AER, May 2000

# ■ Pourquoi l'éclatement de la bulle Internet ne suit pas le profil de la bulle japonaise des années 80



**Figure – L’emballement simultané de la bourse de l’immobilier et de la conjoncture : aux origines de la crise japonaise des années 1990**

Source : Kobayashi, Inaba (2002), Figure 1

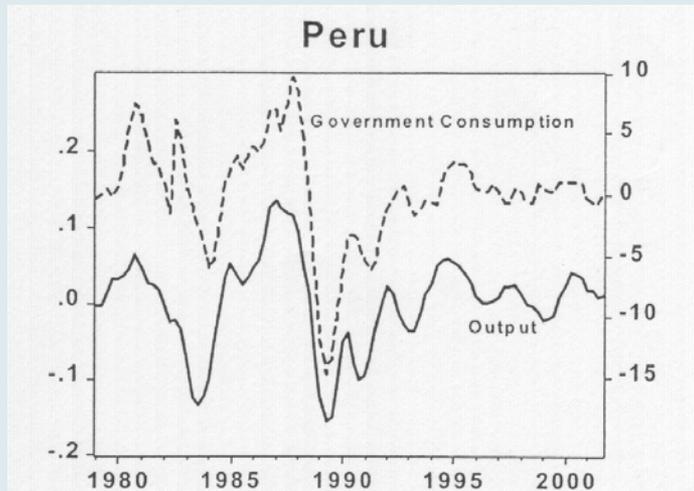


**Figure – Les prix de l’immobilier n’ont pas suivi les cours boursiers aux Etats-Unis**

Source : Cité par Christophe Boucher (2003), p. 20

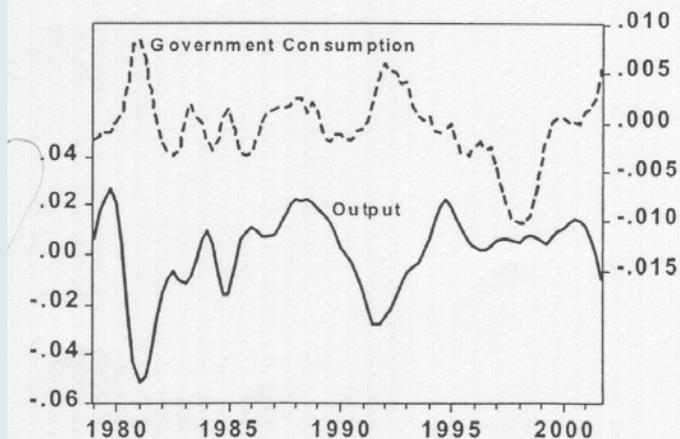
Source : Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)

# ■ Une inégale capacité à mener des politiques budgétaire et monétaire contracyclique



Figure– Politique cyclique  
ou contracyclique ?  
L'opposition Pérou – Royaume-Uni

Source : Kaminsky (2003)



## 4. La résilience du système bancaire : déterminante dans l'issue des crises financières

- La double fragilité des banques :

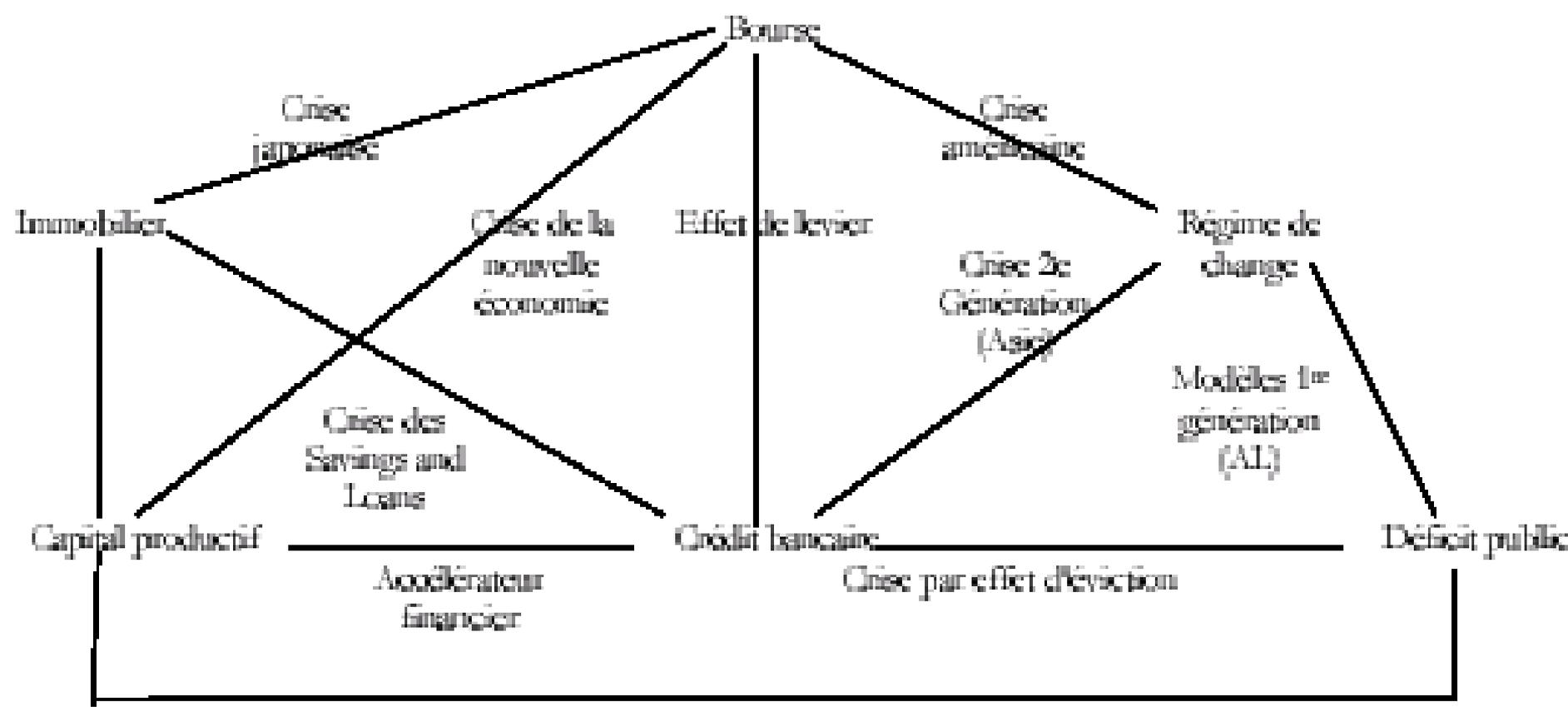
- ✓ *Une crise par le passif associée à une panique bancaire, liée à la crainte d'illiquidité*

- ✓ *Une crise d'actifs tenant à l'irréversibilité de la relation de prêt face à un choc négatif de rentabilité*

- Des dispositifs institutionnels permettent de surmonter ces crises...
  - ✓ *l'assurance de dépôt*
  - ✓ *L'intervention d'un prêteur en dernier ressort*
  - ✓ *Une meilleure évaluation du risque de prêt et de sa couverture*
- ...Mais ils peuvent à leur tour introduire autant d'aléas moraux, source de nouvelles forme de crise.

# ■ L'effet boomerang de l'accélérateur financier sur le système bancaire

Figure – Le système bancaire au cœur des crises financières



## ■ Les trois formes de crise bancaire

- ✓ *Une défaillance ponctuelle s'étend à l'ensemble du système bancaire, puis de l'économie*
- ✓ *Une crise financière endogène comme conséquence de l'accélérateur financier*
- ✓ *Un choc macroéconomique dont l'ampleur dépasse la capacité d'absorption du système bancaire*

- Une comparaison de quatre crises financières : d'autant plus graves qu'un grand nombre de risques se concentrent sur les banques

# Tableau – Une comparaison de trois crises américaines et de la crise japonaise contemporaine : le rôle déterminant des banques

	<b>États-Unis 1929-1939</b>	<b>Etats-Unis 1987</b>	<b>Japon 1991-2003</b>	<b>États-Unis 2000 - ...</b>
Origine « réelle » de la bulle	Méthode de production de masse	Reprise de la croissance Pas de bulle financière	Un modèle productif original	Essor des TIC et nouvelle économie
Conjoncture pré-crise	Forte croissance	Période d'ajustements structurels	Régime de croissance dans une tendance à la décélération	Croissance forte et non inflationniste
Type de crise				
▪Crise boursière	*	*	*	*
▪Crise bancaire	*	NON	*	Pas jusqu'à présent
▪Crise immobilière	NON	NON	*	Faible et localisée
Manifestation de la crise				
▪Dépression et déflation puis reprise tardive	*			
▪Croissance et inflation		*		
▪Quasi-stagnation puis déflation			*	
▪Récession, sans déflation				*
Politique	Suivre l'orthodoxie ▪D'abord laisser-faire ▪Puis tentative de reconfiguration institutionnelle (New Deal)	Ne pas répéter 1929 ▪Réaction rapide de la FED ▪Approvisionnement en liquidité du marché financier	Au fil de l'eau ▪Action tardive de la BdJ et du MdF ▪Pas de restructuration des Banques	Prévenir une déflation ▪Rapide baisse des taux d'intérêt ▪Relance budgétaire, y compris conséquences du 11 septembre 2001
Lien				
▪Gravité de la crise / fragilité des banques	*	NON	*	NON
▪Absence de crise / Résilience	NON	*	NON	*

# 5. Une spectaculaire crise systémique comme résultat de l'incohérence d'un régime macroéconomique

## ■ Diversité des régimes de croissance et différenciation des crises

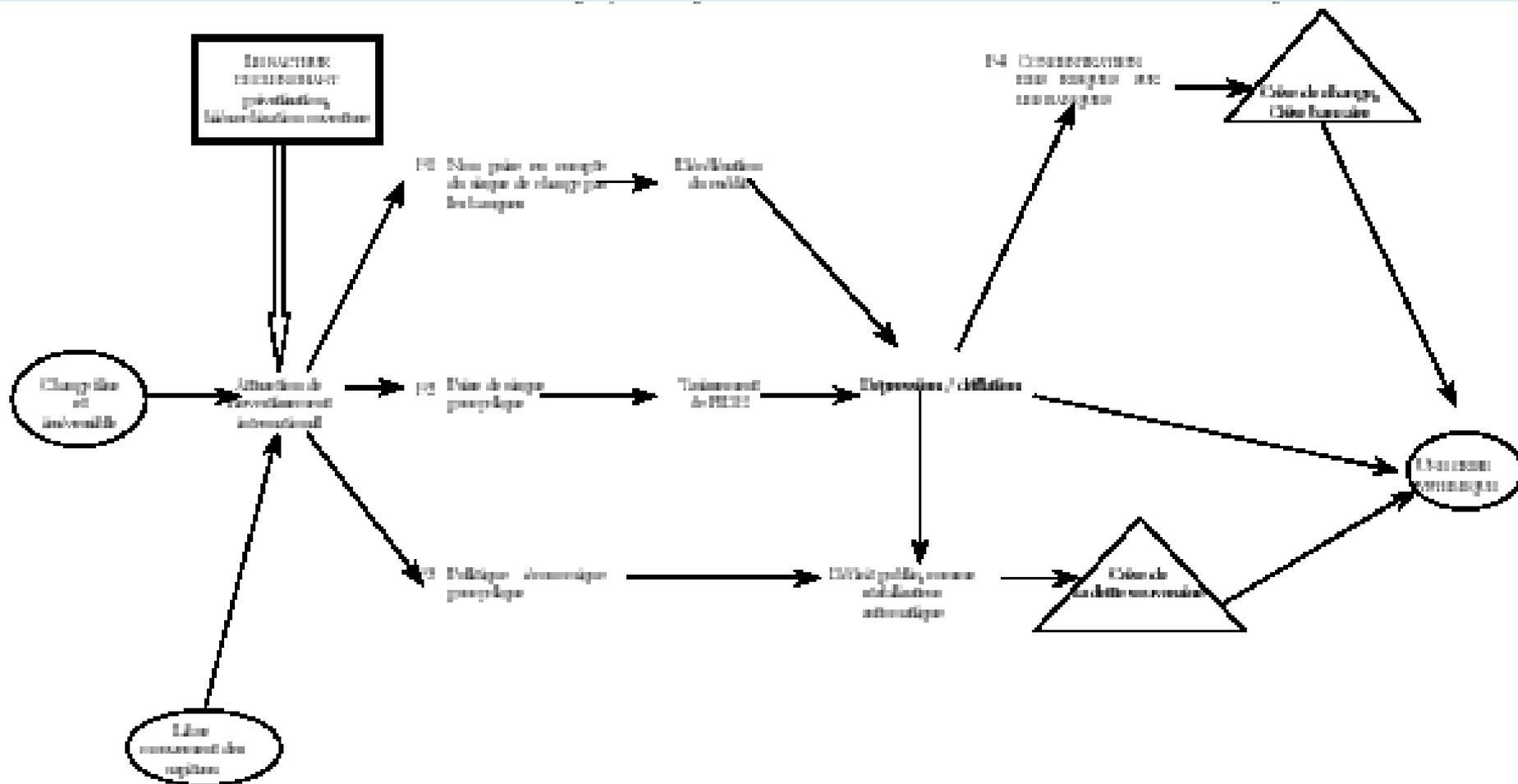
✓ *Le contraste entre économies latino-américaines et asiatiques*

✓ *Japon et Corée : de l'importance du régime de croissance*

- Les enseignements de la crise argentine : une interprétation en terme de « péché originel »
  - ✓ *Fondamentalement l'incapacité du pays à s'endetter dans sa propre monnaie*
  - ✓ *Un facteur clé pour les crises doubles des économies émergentes*

- La crise argentine interprétée dans les termes du présent rapport
  - ✓ *Une entrée des capitaux procyclique*
  - ✓ *La politique économique, tant budgétaire que monétaire devient procyclique*
  - ✓ *De fait, les banques prennent un risque de change sans possibilité de couverture*
  - ✓ *Tous les risques se concentrent sur le système bancaire*

# Figure – Une crise financière systémique : l'Argentine

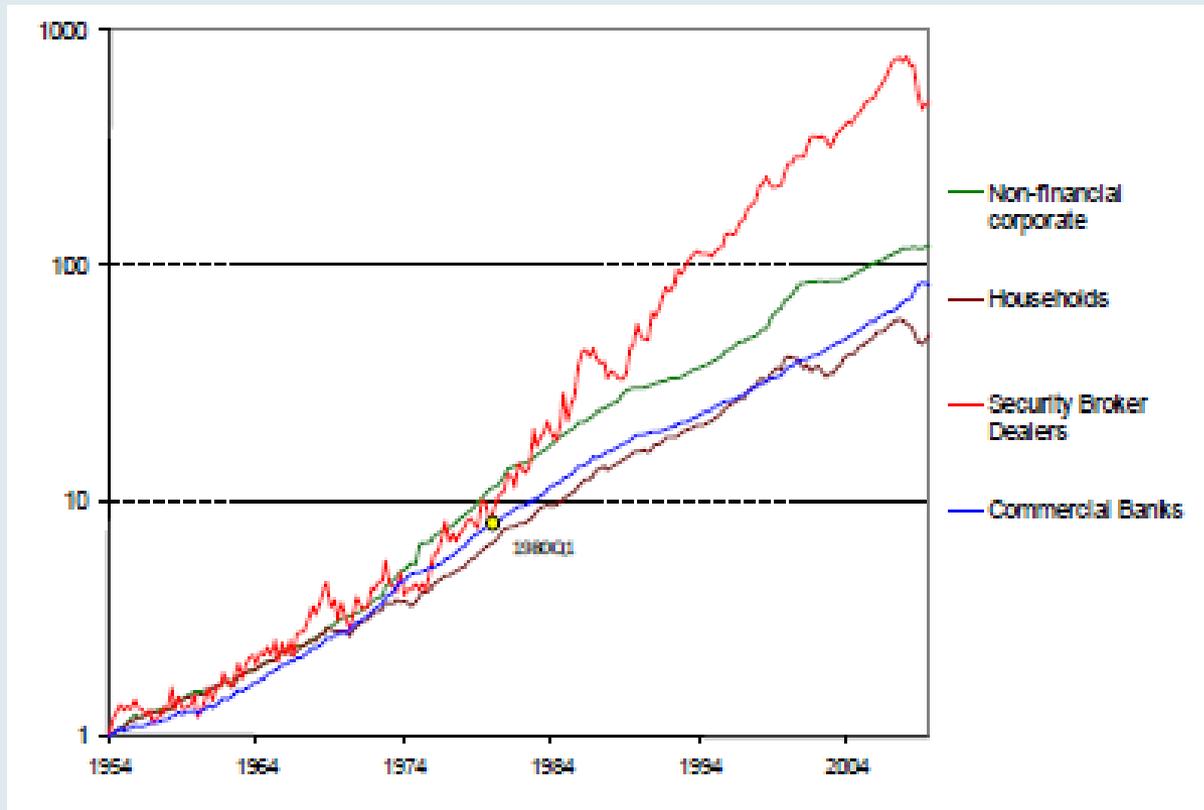


# **IV. LA CRISE ACTUELLE QUELLE COMBINAISON DE CES MÉCANISMES ?**

- 1. La réponse des marchés financiers à la multiplicité des innovations (titrisation des crédits immobiliers subprimes)  
... d'abord l'euphorie d'une bulle financière...  
...avant retournement brutal en septembre 2008.**

## 2. L'essor du crédit bancaire accompagne la recherche des effets de levier élevés valorisant ces innovations financières

Figure – Croissance des actifs pour quatre secteurs des Etats-Unis (Mars 1954 = 1) (échelle en Log)



Source: Tobias Adrian, and Hyun Song Shin (2010), The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2008, Staff Report n° 439, Federal Reserve Bank of New York, March-April., p. 6-10 et 11.

### 3. Un fort effet de résonance car se conjuguent...

- ✓ *Une bulle immobilière puisque les revenus de nombre de ménages ne sont pas suffisants pour justifier l'acquisition des logements.*
- ✓ *Une explosion du crédit hypothécaire.*
- ✓ *Une forte croissance des produits de la titrisation de ces prêts.*
- ✓ *Une valorisation boursière des titres des intermédiaires financiers.*

...ce qui explique la sévérité du retournement de la conjoncture...

...et le caractère systémique de la crise financière puis économique

## 4. Le sauvetage du système financier américain explique l'arrêt d'une dépression cumulative analogue à celle de 1929-1932

- ✓ *Responsables politiques et économistes ont appris des erreurs de la Banque Centrale dans l'entre-deux-guerres.*
- ✓ *La stabilité du système de paiement est reconnue comme bien public essentiel.*
- ✓ *Les stabilisateurs automatiques et les plans de relance tirent aussi les conséquences de la crise de 1929.*
- ✓ *Dans l'urgence, une certaine coordination des politiques nationales par l'intermédiaire du G20.*

## 5. L'arrivée aux limites du régime américain de croissance tirée par un endettement croissant des ménages

- ✓ *Depuis 1971, une quasi-stagnation du salaire réel médian.*
- ✓ *La poursuite de la consommation au rythme antérieur est d'abord obtenue par l'allongement de la durée du travail et l'extension des taux d'activité.*
- ✓ *Lorsque ce mécanisme s'épuise, la croissance cumulative du crédit aux ménages continue à alimenter la consommation.*
- ✓ *A partir de septembre 2008, un mouvement général de désendettement freine le retour à la croissance.*

# V. LES SPECIFITES DE LA CRISE DES SUBPRIMES

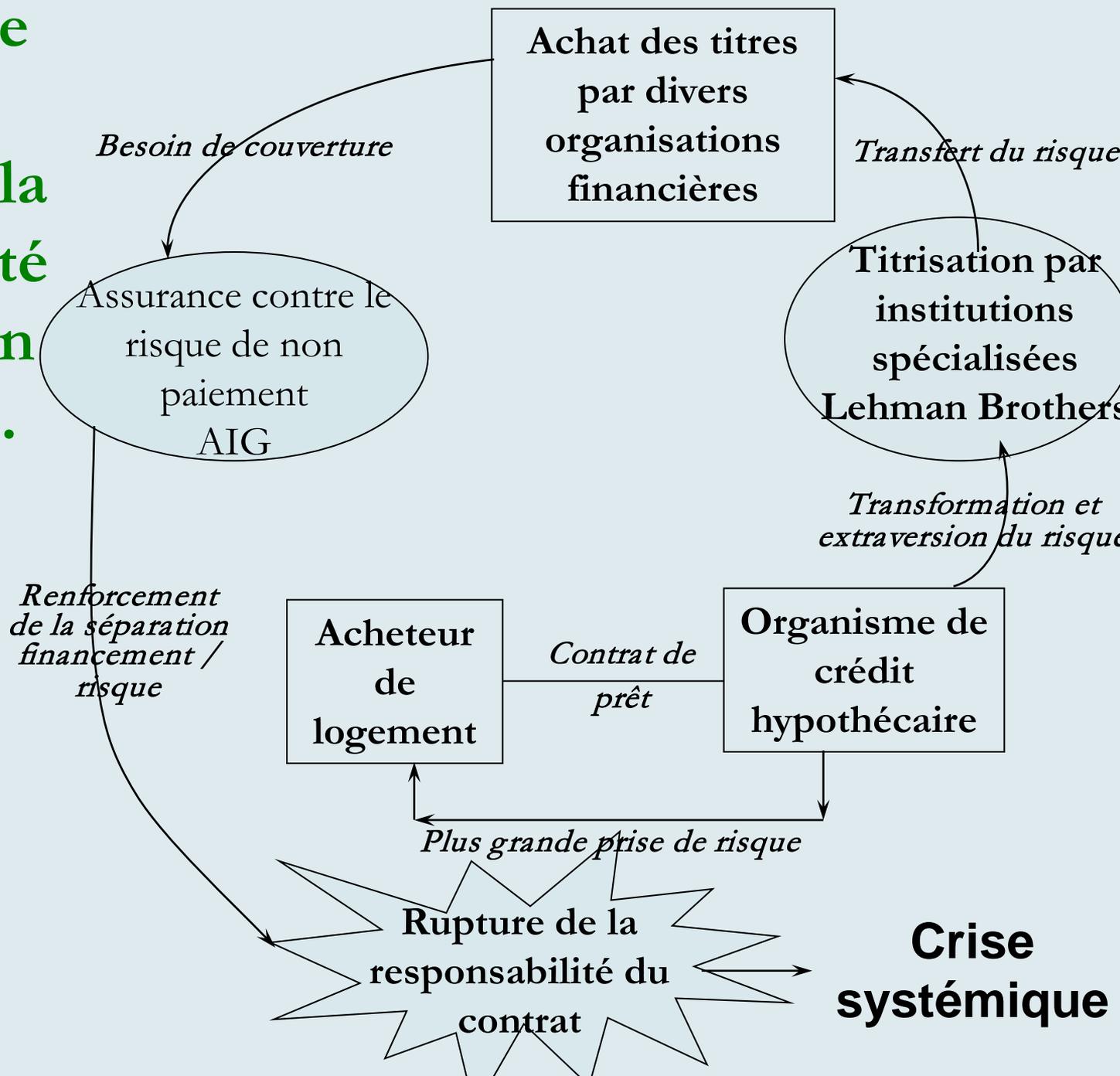
*Trois crises enchevêtrées...*

*....d'une **finance déréglementée** qui rend possibles des innovations périlleuses pour la stabilité macroéconomique*

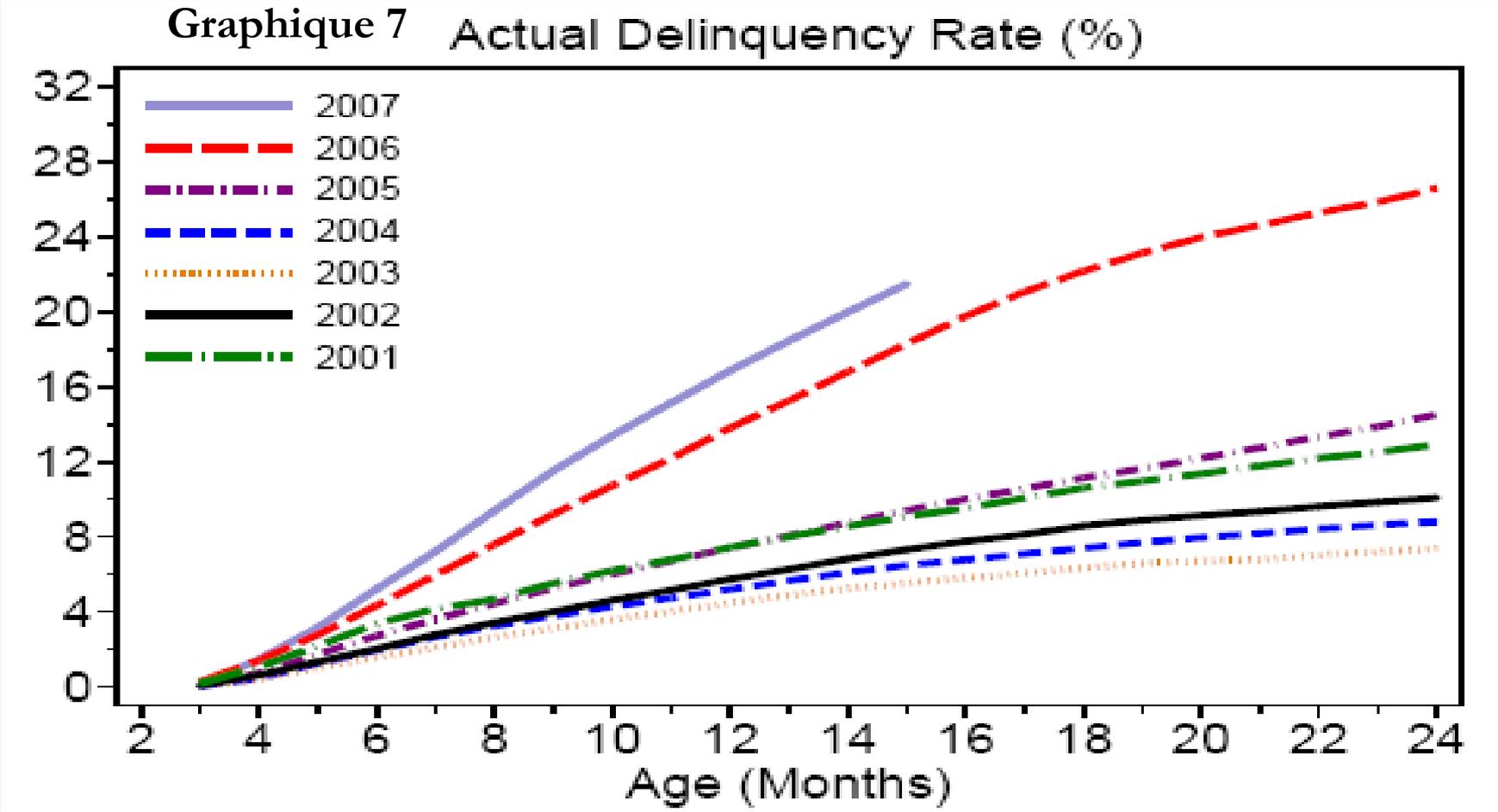
*....du **régime de croissance américain** fondé sur la crédit à la consommation dans le contexte d'inégalités croissantes*

*...et d'une internationalisation qui **aggrave** les déséquilibres économiques et financiers.*

# 1. A l'origine de la crise, l'érosion de la responsabilité de la relation de crédit....



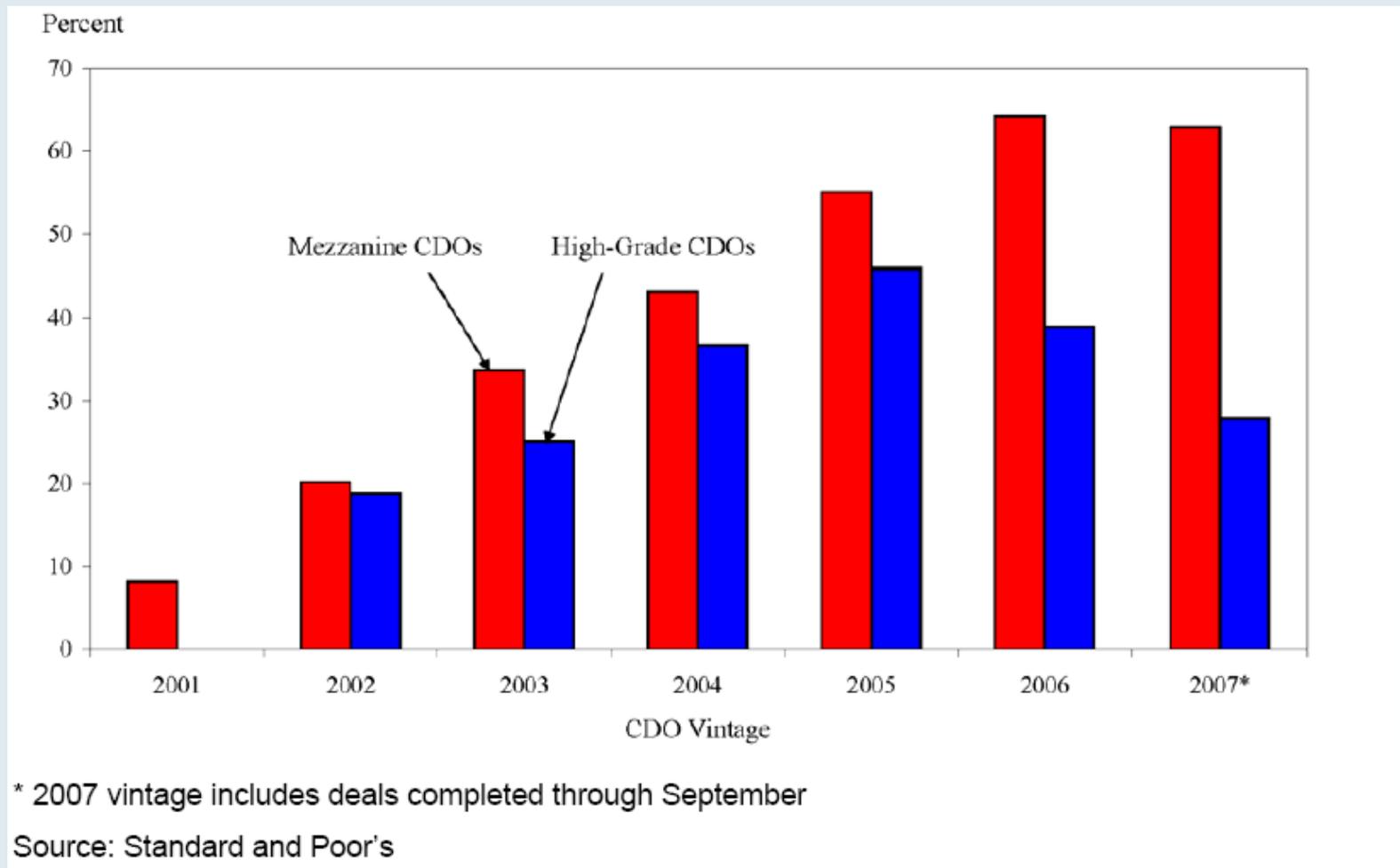
*... Une confirmation : de 2003 à 2007 une constante élévation du taux de défaut*



Source : Yuliya Demyanyk, Otto Van Hemert (2008), p. 1

# ...Associée à une constante détérioration de la qualité des emprunteurs

Figure - La dispersion du risque conduit à une détérioration de la qualité du crédit hypothécaire



# 2. Dans la crise se conjugue l'ensemble des mécanismes pervers qui n'avaient pas été corrigés antérieurement...

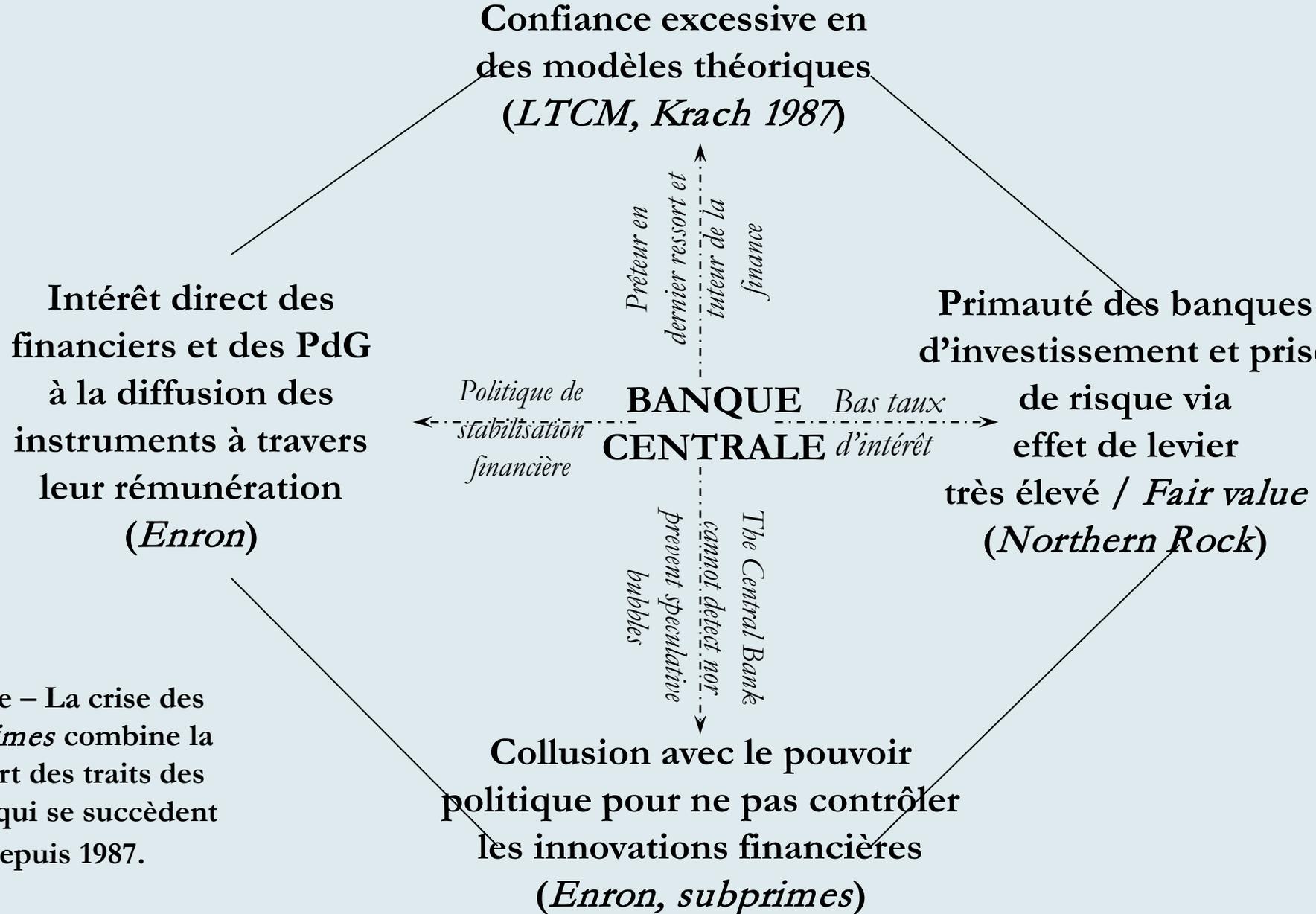


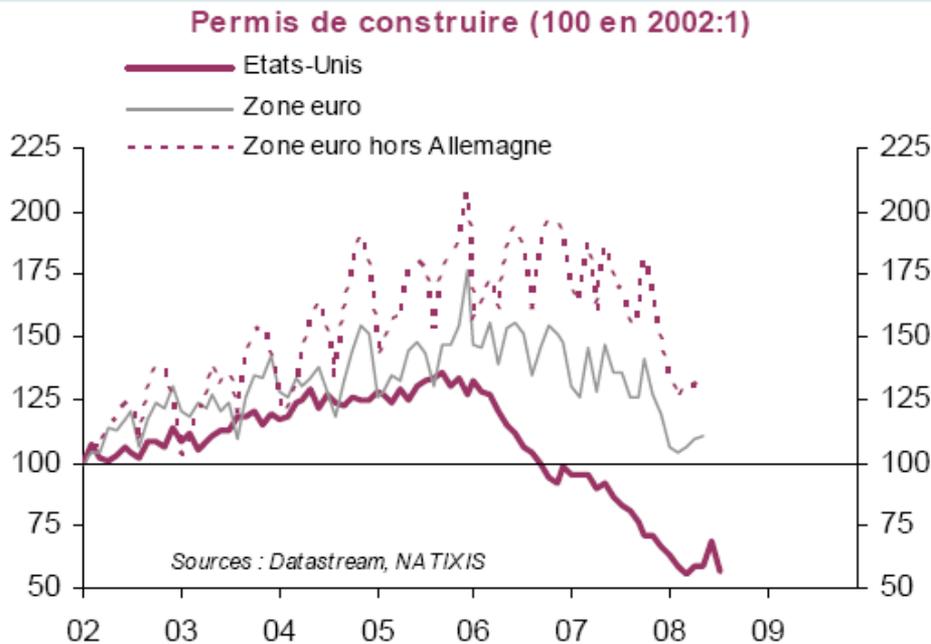
Figure – La crise des subprimes combine la plupart des traits des crises qui se succèdent depuis 1987.

### 3. Une crise sans précédent liée à la libéralisation financière...

- *La titrisation et la pratique des subprimes ont suscité une crise immobilière majeure*

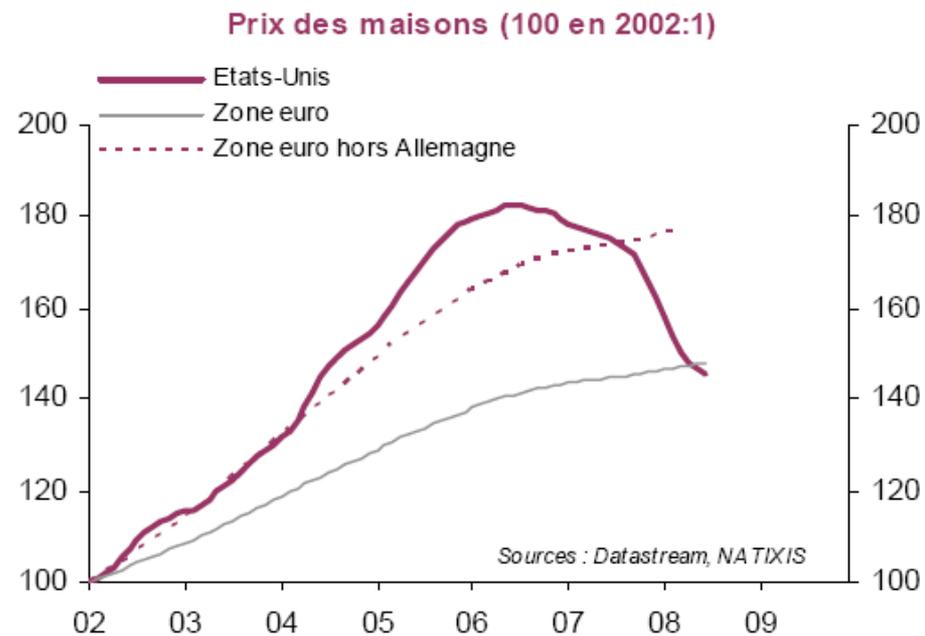
Graphique –

Une sévère contraction de l'immobilier



Graphique –

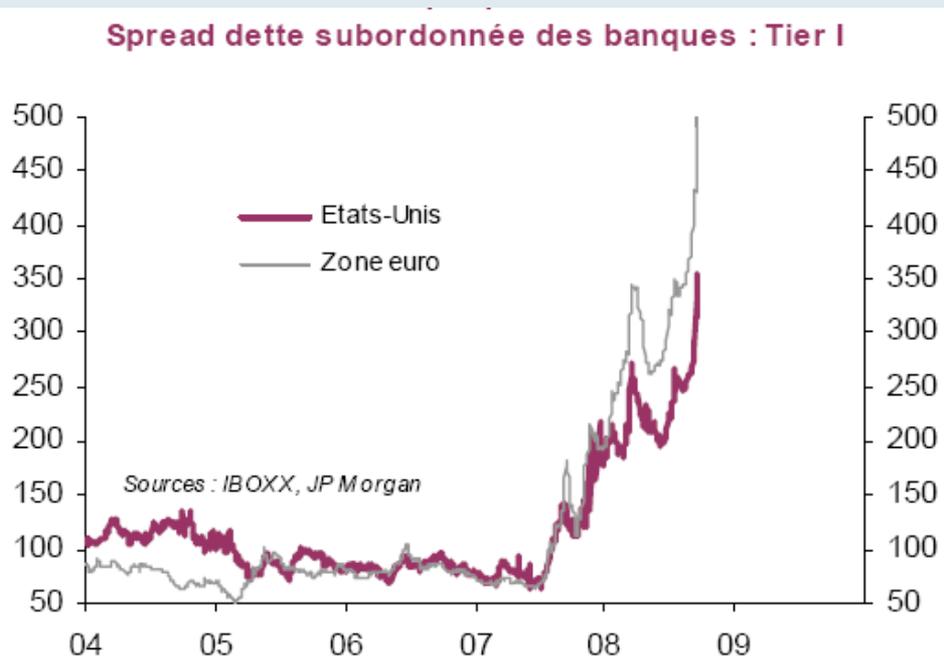
Un brusque renversement des prix immobiliers



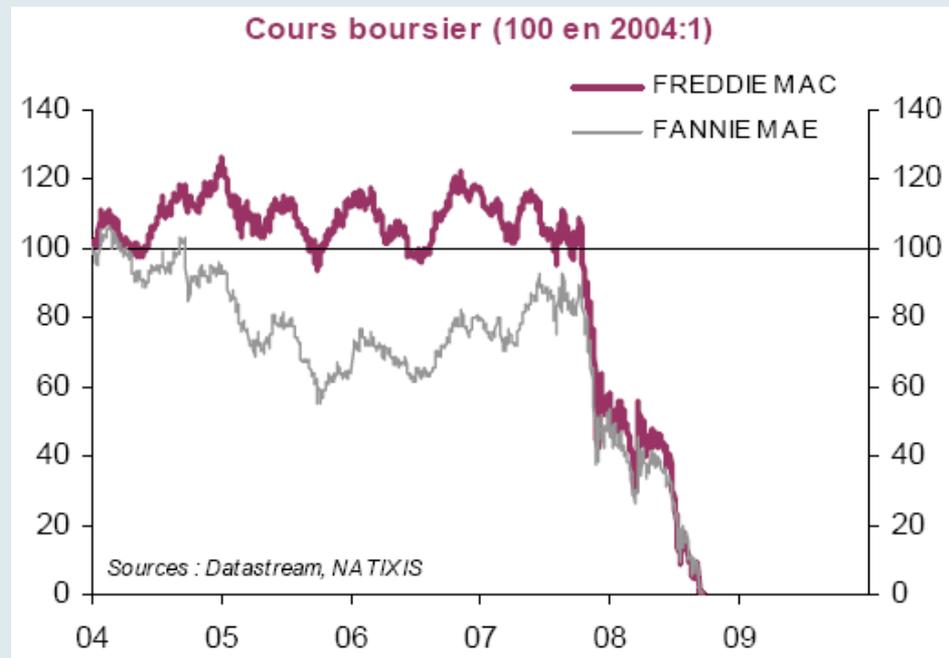
Source : Artus Patrick (2008), « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris, p. 4 et 6.

➤ *Une crise financière systémique : effondrement des cours, faillites d'intermédiaires financiers, défiance des banques, contrôle public rampant*

**Graphique –  
Perte de confiance des banque entre  
elles**



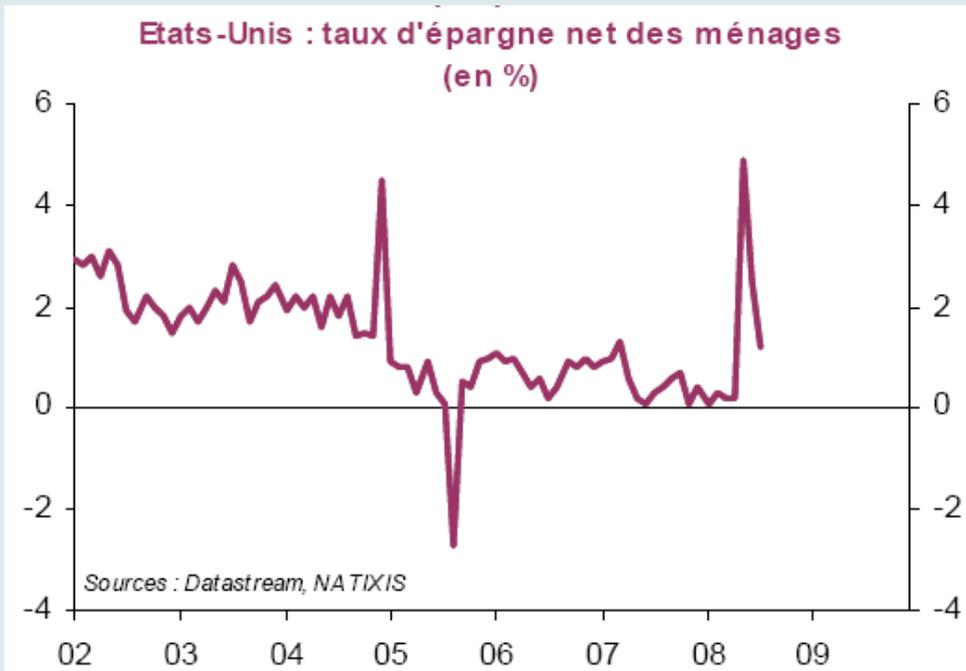
**Graphique –  
Effondrement des institutions  
publiques en charge du marché**



# ➤ *La fin d'un régime d'accumulation centré sur la consommation des ménages tirée par le crédit*

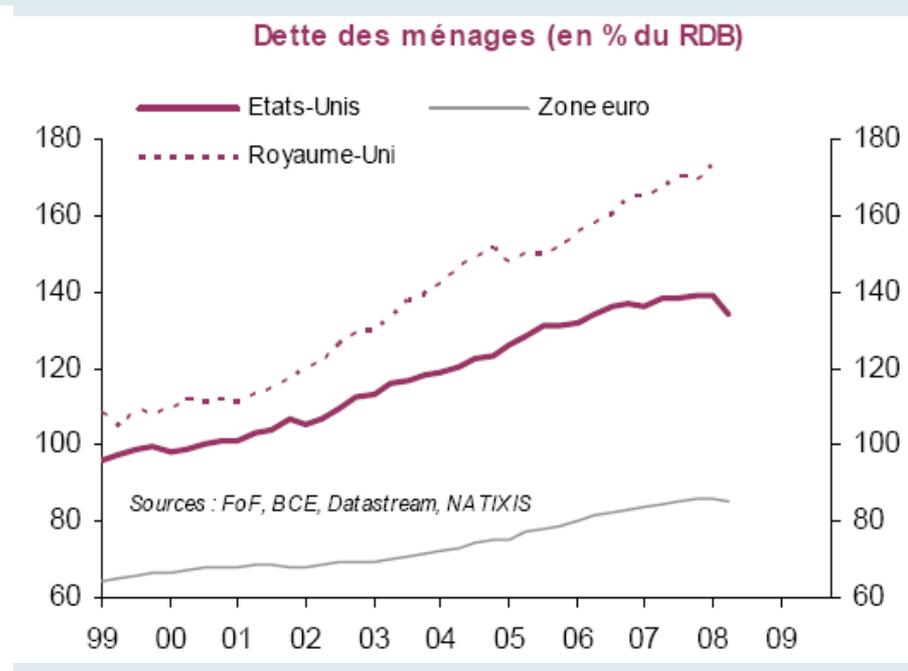
## Graphique –

La fin d'un taux d'épargne nul des ménages



## Graphique –

Arrêt de la croissance cumulative de la dette des ménages

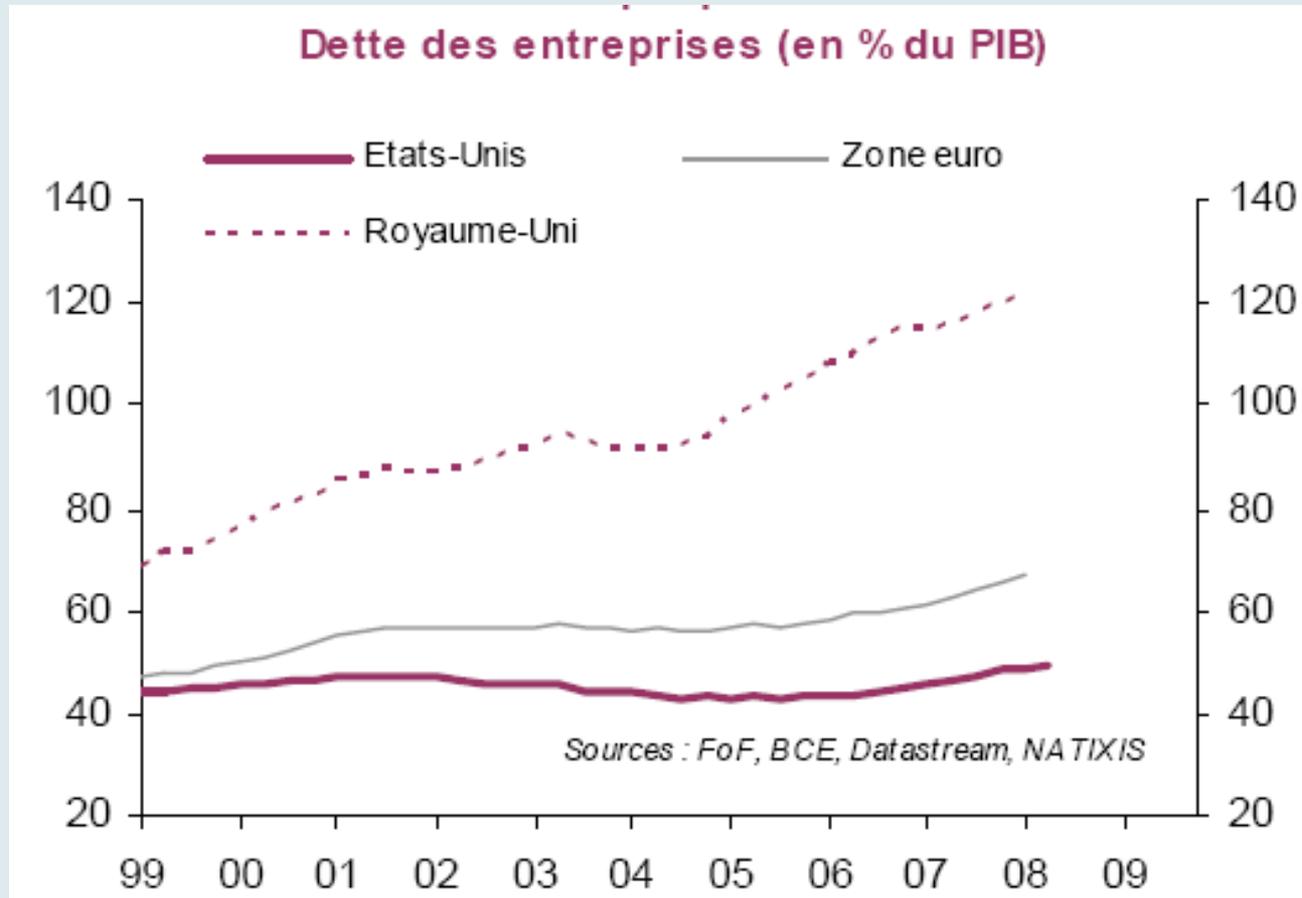


Source : Artus Patrick (2008), « Plaidoyer pour la création « d'acheteurs d'actifs risqués en dernier ressort », *Flash économie*, n° 416, 23 septembre, Natixis, Paris, p. 6 et « La finance peut-elle seule conduire à une crise grave ? », *Flash économie*, n° 429, 2 Octobre, Natixis, Paris, p. 3.

➤ *La finance déstabilise les entreprises non financières qui avaient pourtant appris des crises antérieures liées à l'excès d'endettement*

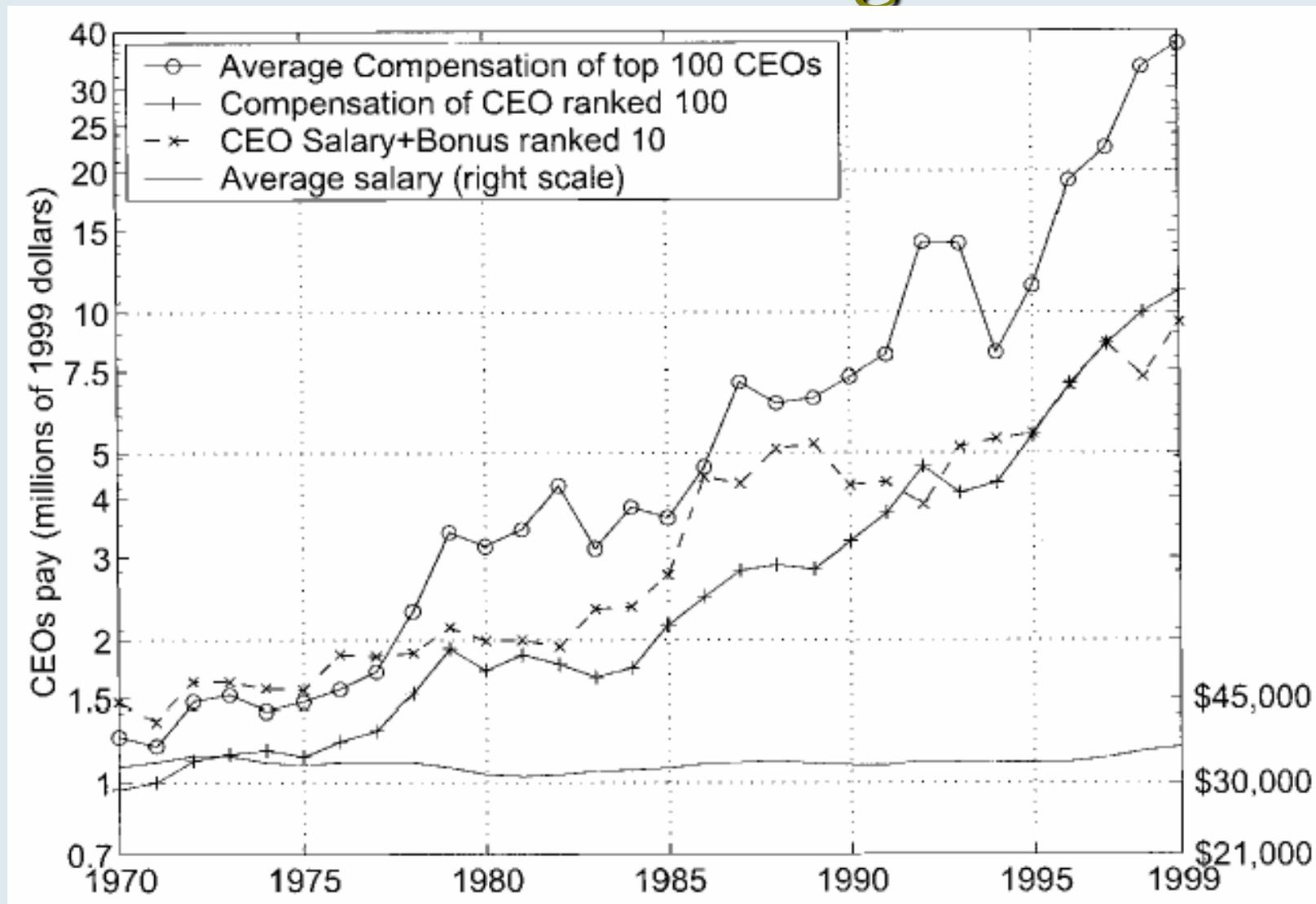
Graphique –

Un paradoxe : le faible endettement des firmes américaines non financières



Source : Artus Patrick (2008), « Trois méthodes pour réduire le levier d'endettement », *Flash économie*, n° 414, 23 Septembre, Natixis, Paris, p. 2.

# 4. La financiarisation au coeur de la croissance des inégalités

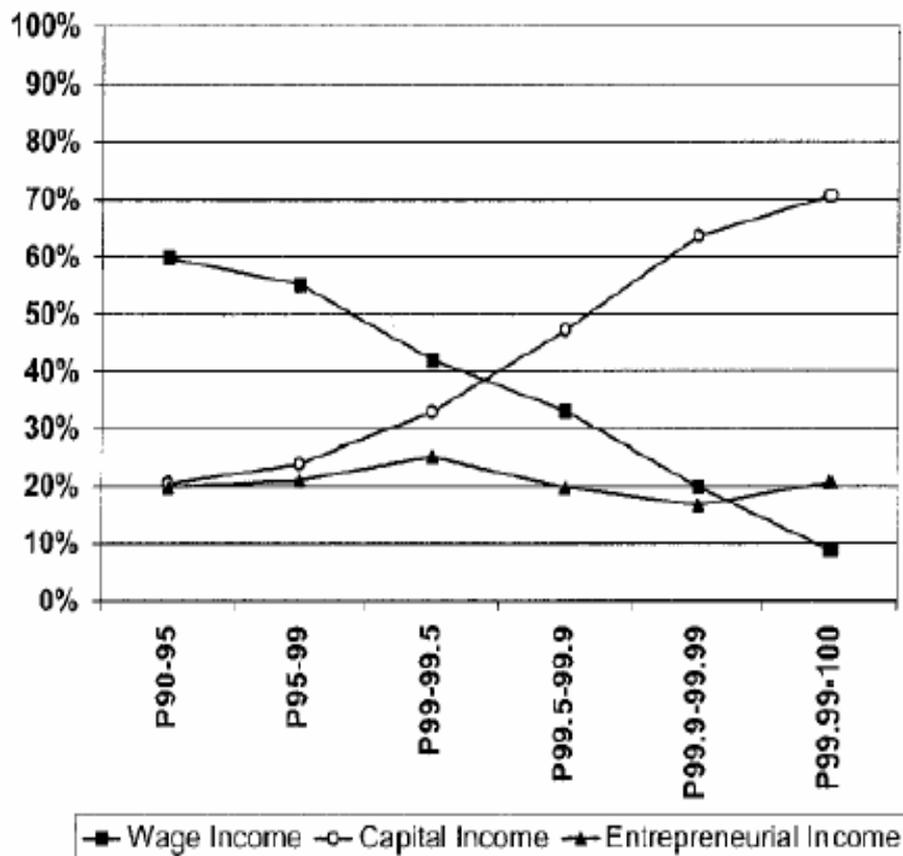


Source: Piketty, Saez (2003), QJE, p. 33, figure 11.

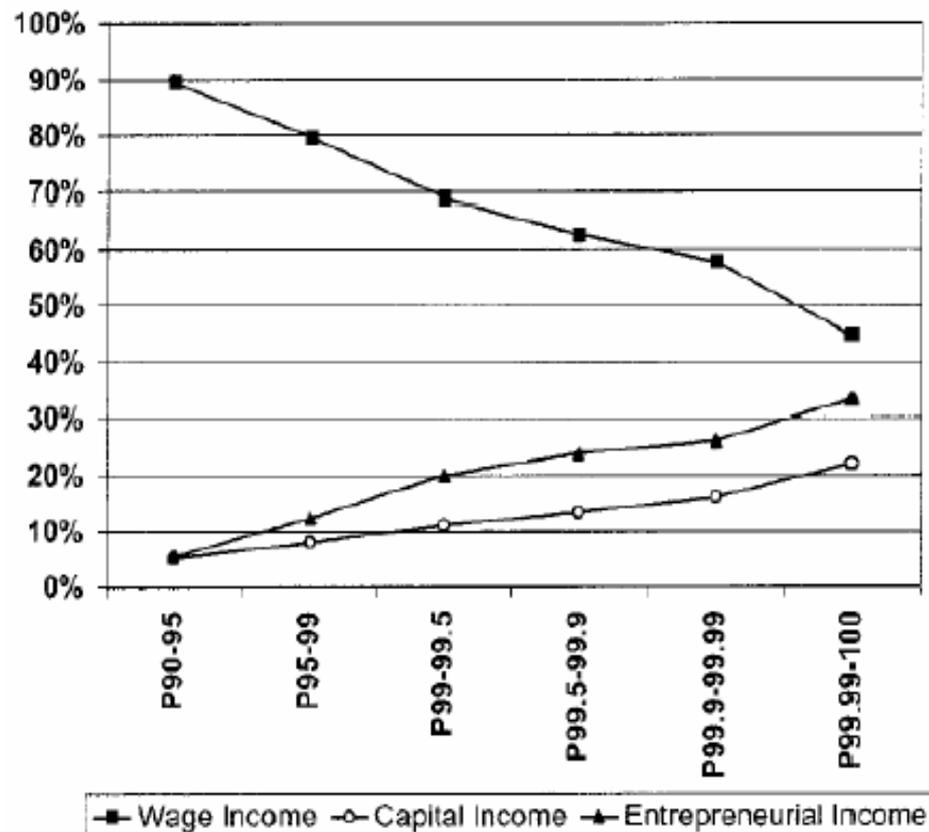
# ✓ Une comparaison : 1929 et 2008

Composition du revenu parmi les déciles supérieurs  
aux Etats-Unis

Panel A: 1929

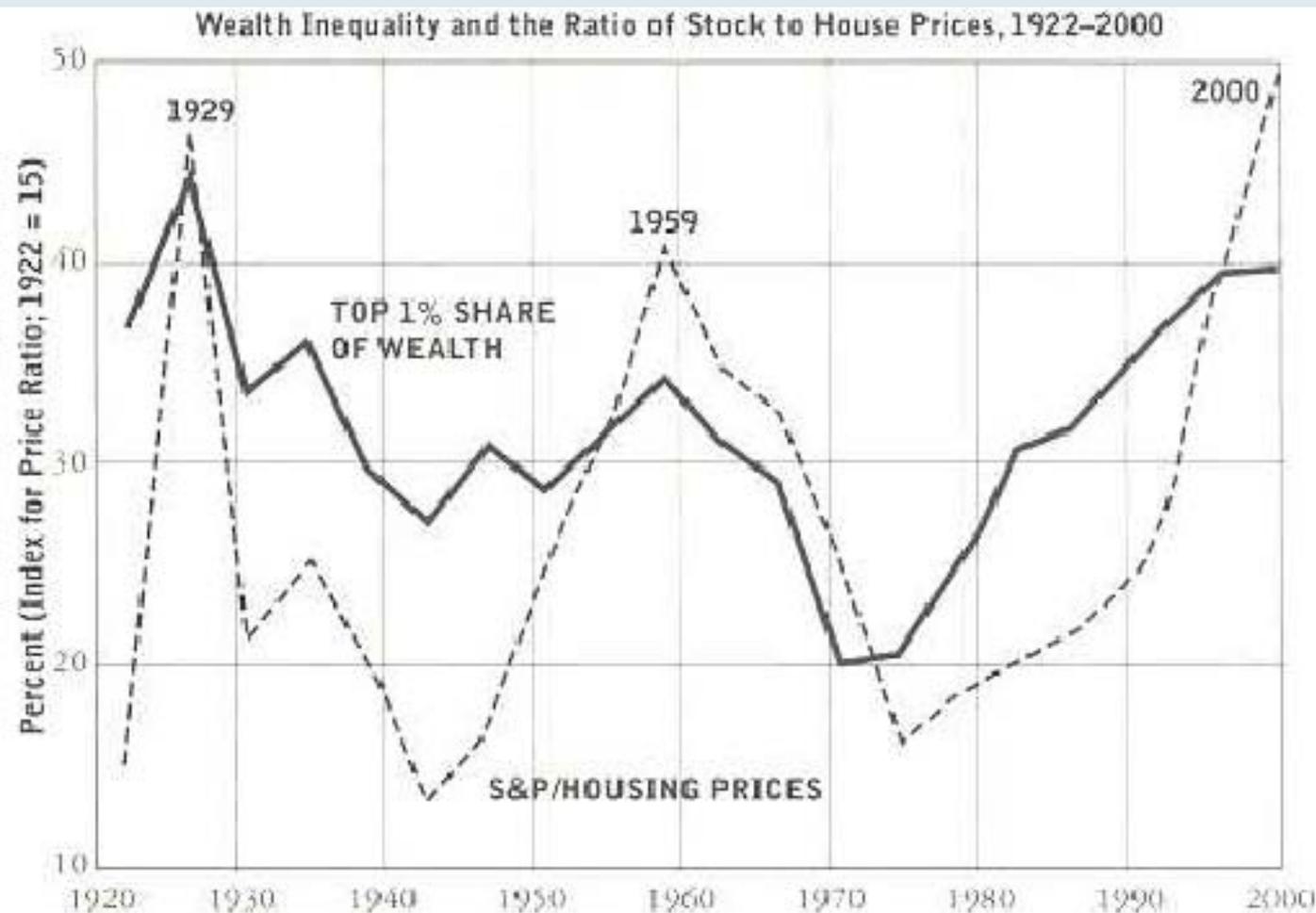


Panel B: 1998



Source: Piketty, Saez (2003), figure 4, p. 16.

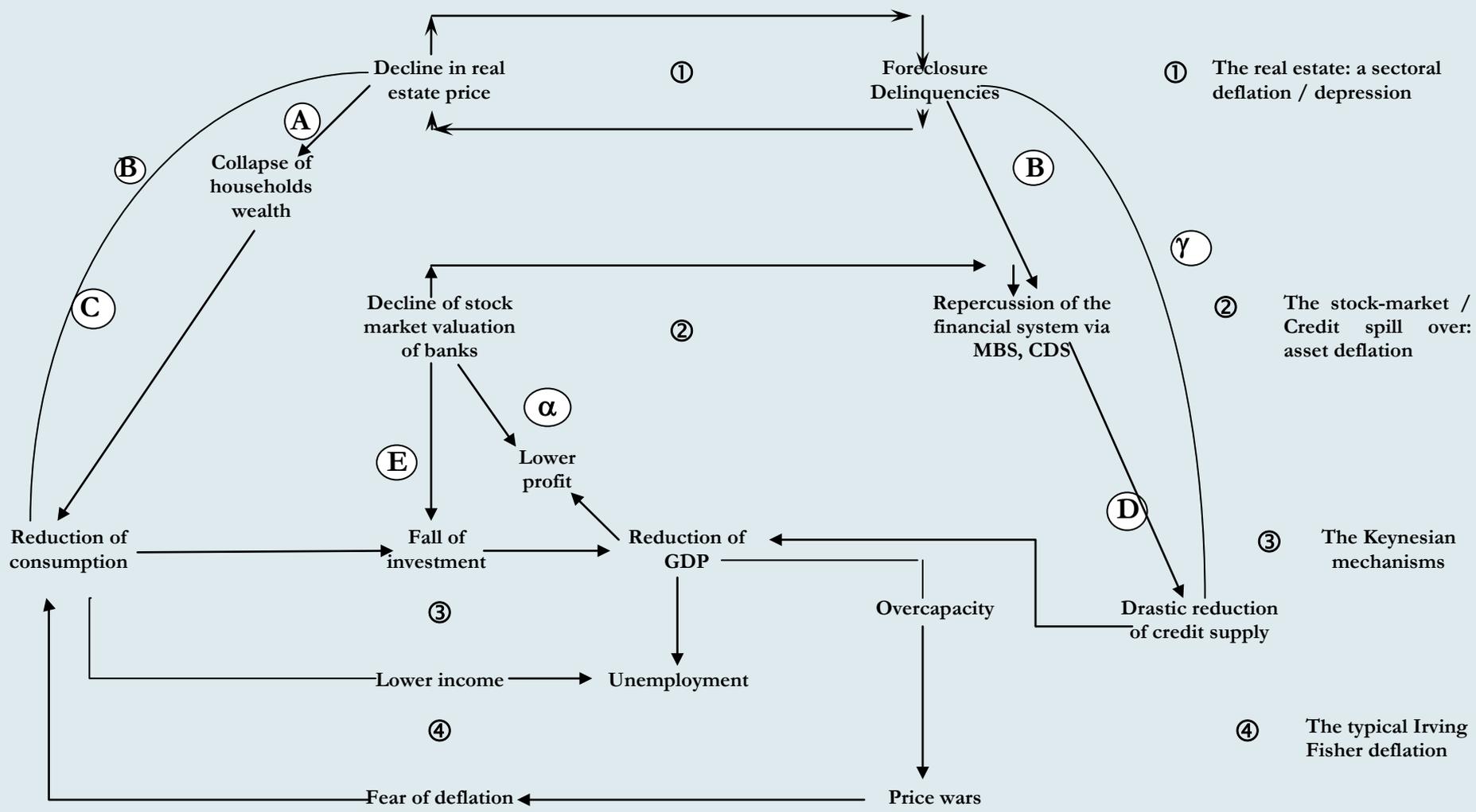
## ✓ ...Une forte corrélation entre concentration de la richesse et spéculation boursière



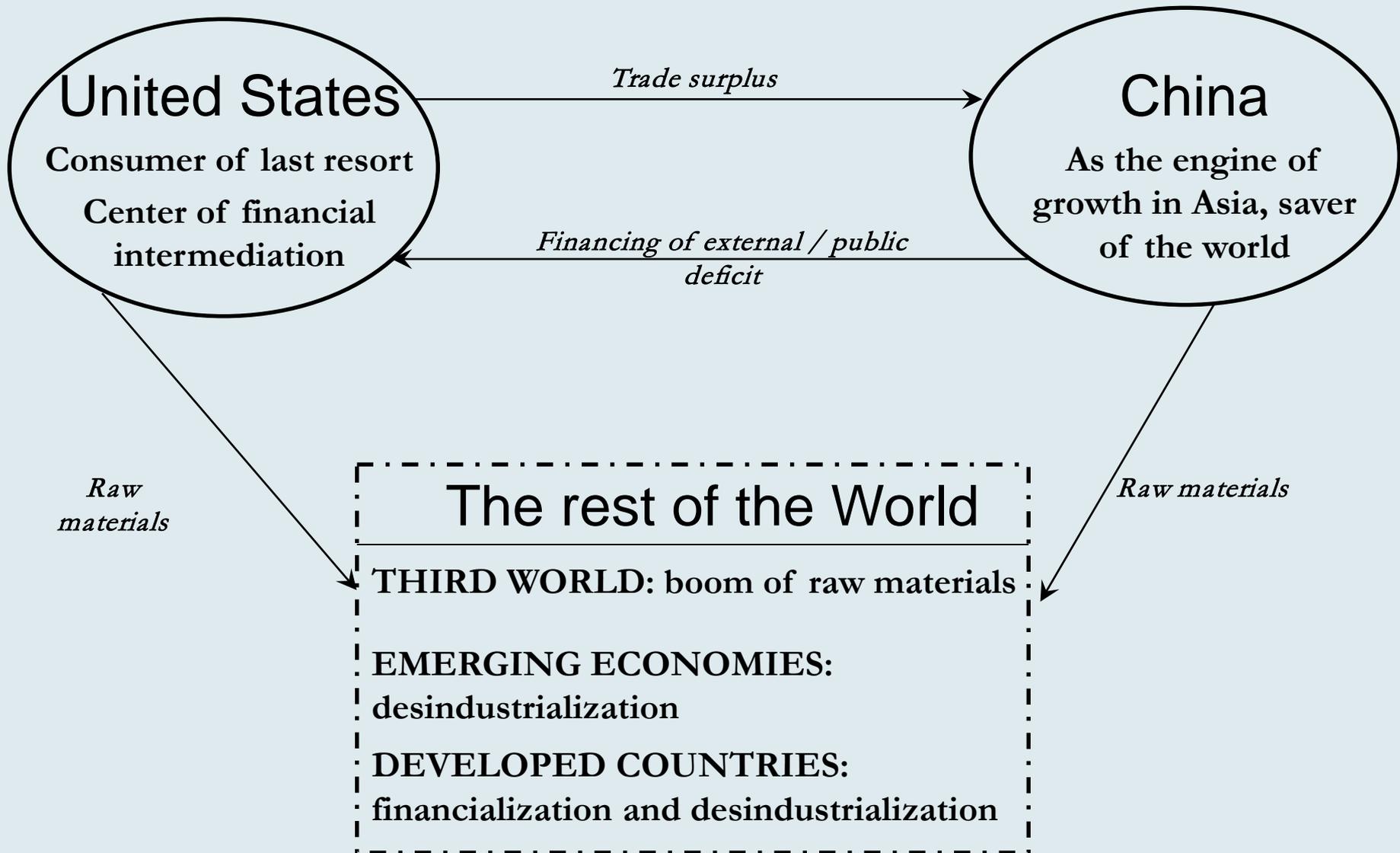
Source:  
Phillips Kevin (2002), p.  
79.

Source: Edward Wolff, *Top Heavy*, (New York, 1995), p.30. Data from Appendix, Table A-1; U.S. Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States*, Part 1 (1975); U.S. Council of Economic Advisors (1992). Data and estimates for 1990s added by author.

# 5. L'auto renforcement de trois boucles “déflation – dépression” à la Irving FISHER, enrayé par des effets keynésiens



# 6. Une polarisation de l'économie mondiale qui aggrave les déséquilibres financiers



- **Les trois mécanismes de la transmission internationale de la crise américaine**
  - **La diffusion du modèle de croissance tirée par la finance** : un prolongement du consensus de Washington à l'usage des pays développés.
  - **La globalisation financière implique** : une réévaluation brutale des risques qui pénalisent les économies dépendantes des flux de capitaux.
  - **La chute du commerce mondial**, consécutive au gel du crédit généralise la crise même aux plus performantes et vertueuses des économies

# CONCLUSION

*C1 - Certains progrès dans l'analyse  
de la succession des crises  
financières*

# Des cinq mécanismes à l'analyse des crises

	<b>MÉCANISMES</b>				
<b>FAITS STYLISÉS</b>	A. UN MARCHÉ DE PROMESSES	B. UNE PRISE DE RISQUE PROCYCLIQUE	C. ENTRÉE EN RÉSONANCE	D. LE SYSTÈME BANCAIRE MAILLON FAIBLE	E. INCOHÉRENCE D'UN RÉGIME DOMESTIQUE/INTERNATIONAL
<b>1. Recrudescence des crises</b>	Facteur permissifs		Libéralisation / décloisonnement des marchés		
<b>2. Elles changent de forme</b>	Multiplicité des instruments financiers			Différence entre USA 1929-32 Japon 1987-1992 USA 2001	Apparence d'un retour des crises de la 1re génération
<b>3. Ampleur des phénomènes de contagion</b>		Caractère procyclique de la finance globalise	Interdépendance géographique d'acteurs de supports financiers	Système bancaire fragile dans les pays émergents	
<b>4. Elles peuvent être coûteuses</b>				Spécialement pour les crises bancaires	Et les crises systémiques
<b>5. Un défi à la prévision</b>	Basculement d'une convention à une autre	Devrait faciliter la prévision	Accroît la probabilité d'un retournement de la conjoncture		

*C2 – La crise dite des **subprimes** résulte d'une **combinaison originale** des cinq mécanismes détectés dans l'histoire longue des grandes crises financières.*

*C3 – La mobilisation des **leçons** tirées de la dépression de 1929-1932 a permis d'éviter sa répétition après septembre 2008.*

*C4 – L'une des nouveautés de la crise actuelle : la conséquence d'un faisceau d'innovations financières qui ont érodé la **responsabilité** des contrats, réduit le **contenu informationnel** du système de prix et induit une allocation perverse du capital et des compétences.*

*C5 – Compte tenu de la **complexité** des interdépendances entre marchés et nations, la crise actuelle est a priori **plus grave** que celle de 1929, au-delà même d'une **meilleure** réaction des Banques Centrales et Ministres des finances.*

*C6 – Ainsi peuvent s’expliquer les **difficultés** d’un retour à une croissance soutenable et viable à l’échelle internationale.*

*C7 – Le dynamisme et l’essor des innovations financières rendent particulièrement ardues les politiques, en particulier de **re-réglementation**, visant à éviter la répétition d’une crise aussi grave.*

**Ce sont autant d’invitations à un renouvellement des théories et de la macroéconomie**

# Pour en savoir plus

- Boyer Robert (2008), *History Repeating for Economists. An anticipated Financial Crisis*, Prisme n° 13, November, Cournot Centre for Economic Research, Paris. [http://www.centrecournot.org/prismepdf/Prisme\\_13\\_EN.pdf](http://www.centrecournot.org/prismepdf/Prisme_13_EN.pdf)
- Boyer Robert (2011), *Les financiers détruiront-ils le capitalisme ?* Economica, Paris
- Boyer Robert, Mario Dehove and Dominique Plihon (2004), *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'analyse Économique, n° 50, La documentation française, Paris
- Davis E.Philip E. (1992), *Debt, Financial Fragility, and systemic risk*, Oxford, Oxford University Press.
- Kindleberger Charles P. (1978), *Manias, panics and crashes*, Basics Books, New York
- Minsky Hyman (1982a), *Can it happen again? Essays on Instability and Finance*
- Orlean André (1989), “Mimetic Contagion and Speculative Bubbles”, *Theory and Decision*, Vol. 27, n° 1-2, July-September, p. 63-92.
- Reinhart Carmen and Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton

**Merci pour votre attention**

**Robert BOYER**

**Institut des Amériques**

**175, rue du Chevaleret 75013 PARIS, France**

e-mail : **robert.boyer@ens.fr**

sites web :

**<http://www.jourdan.ens.fr/~boyer/>**