

Quelques notes sur les causes de la crise actuelle ?

1. L'optimisme des économistes et des politiques avant la crise : une comparaison avec 1973

Au début des années 1970 les politiques et les économistes pensaient que des politiques macroéconomiques de régulation fine (*fine tuning*) de la demande permettaient de réduire considérablement l'amplitude du cycle des affaires, et de garantir des bonnes performances de croissance, d'emploi et d'inflation. Ces politiques étaient d'une inspiration étroitement keynésienne, analysées à l'aide des modèles économétriques de grande taille populaires à l'époque et leurs concepteurs ne doutaient ni de leur nécessité, ni de leur efficacité.

Les économistes monétaristes remarquaient que ces politiques conduisaient à un fort développement du crédit, et donc à une expansion de la masse monétaire, dont l'effet de court terme était d'élever la croissance et l'emploi mais de façon éphémère, et dont l'effet à moyen terme était inflationniste. Ces économistes avaient peu d'échos dans les milieux politiques, dans les banques centrales et chez les fonctionnaires des ministères de l'économie du monde entier. La stagflation qui suivit le choc pétrolier leur donna raison et ruina l'approche macroéconomique qui était alors dominante.

La majorité des macroéconomistes a été tout aussi incapable de prévoir la crise actuelle, comme la lecture des *World Economic Outlook* du FMI, publiés au cours des années récentes, le montre. Le point d'inquiétude était les déséquilibres des balances des paiements courants, durables et importants, de grands pays et zones. Les plus pessimistes prévoyaient une crise internationale si les pays asiatiques cessaient de financer le déséquilibre de la balance des paiements des Etats-Unis, avec un effondrement du cours du dollar et une forte hausse du taux d'intérêt américain. Plus récemment l'inquiétude porta sur la hausse de l'inflation, initiée par l'élévation des prix des produits agricoles et des matières premières. Cette hausse résultait de la forte demande des pays asiatiques, conséquence de leur développement rapide, mais aussi d'une insuffisante expansion de l'offre (faible investissement dans l'industrie pétrolière par certains pays producteurs de pétrole poursuivant des politiques populistes, détournement des productions agricoles vers la production d'éthanol). Les faibles élasticités de l'offre et de la demande de ces produits n'est cependant valide que dans le court terme. Aussi les amples

mouvements de leurs prix ne sauraient être des indicateurs d'une tendance, comme le prouve les fortes baisses récentes.

Les économistes optimistes estimaient en revanche que l'inflation était durablement défaite, à cause de la mondialisation, plus précisément de la modération qu'imposaient aux hausses des prix et des salaires dans les pays industrialisés, la concurrence des pays émergents. Cette concurrence ne portait pourtant que sur une partie très minoritaire des biens et services fabriqués par les pays industrialisés. Cependant on pensait qu'elle suffisait et permettait une politique monétaire expansionniste des pays industrialisés. Effectivement, cette politique ne conduisit qu'à des inflations, mesurées par l'indice des prix à la consommation, très modérées dans ces pays. L'optimisme des économistes et des politiques dans les années récentes comme avant 1973, était largement partagé par l'opinion. Nous dirons plus sur cela plus tard.

2. La révision radicale de l'analyse et des politiques économiques après la crise : les leçons de 1973

La crise actuelle aura des effets aussi radicaux sur l'analyse et la conception de la politique économique que la stagflation qui suivit le choc pétrolier de 1973.

- L'analyse du cycle économique fut totalement renouvelée après les déconvenues pour la théorie économique que représentent les années soixante-dix. La nouvelle analyse est devenue une partie importante de tout cours de macroéconomie. Elle considère que le cycle économique se reproduit en longue période d'une façon relativement fixe. Cette stationnarité du cycle permet de l'étudier par les méthodes de la *statistique classique* (loi des grands nombres et théorème central limite). Le cycle est modélisé par un modèle d'équilibre général stable heurté en ses différents endroits par une série de chocs stochastiques. Pourtant Robert Lucas avait établi par un raisonnement aussi astucieux que robuste, que la perte de bien-être résultant du cycle était négligeable. Cela ne prouvait pas que le cycle était un phénomène sans importance (par exemple pour les salariés qui perdent leur emploi en période de récession) mais jetait un doute sur la façon dont les économistes analysaient le cycle.
- Cette littérature s'est développée indépendamment de la littérature sur les crises. La partie théorique de celle-ci recourt à des analyses de *statistique descriptive* qui

établissent une typologie des crises qui sont observées sur un grand nombre de pays sur une longue période de temps. Cette méthode identifie des catégories de crises qui diffèrent fortement entre elles. Chaque type de crise a donné lieu à des modèles théoriques, qui analysent la discontinuité que représente la crise, et qui n'ont pas besoin pour cela de recourir à une succession de chocs stochastiques. En fait la littérature des vingt-cinq dernières années sur le cycle des affaires ne nous apprend rien sur les crises, pourtant nombreuses mêmes dans les pays industrialisés. Si ce sont les crises qui réduisent le bien-être des agents, on comprend la profondeur de l'évaluation de Lucas : le cycle lui-même aurait peu d'effets sur le bien-être et les politiques visant à le stabiliser (avec plus ou moins de bonheur) seraient de peu d'importance.

- Passons aux politiques. Les monétaristes, après leur victoire dans les années 70, imposèrent la masse monétaire comme indicateurs de la politique monétaire. Une expansion trop forte de la quantité de monnaie avait selon eux un effet inflationniste après un délai de l'ordre de 18 mois. Une contraction de la masse monétaire avait un effet déflationniste à un terme très court et pouvait causer une récession. Friedman estimait que la Grande Dépression aux Etats-Unis résultait de la contraction de la masse monétaire de ce pays, qu'une politique plus judicieuse de la *Fed* aurait pu éviter.
- Cependant, les banques centrales estimèrent progressivement que la masse monétaire était un mauvais indicateur économique, bien que la BCE, en conséquence de pressions allemandes, continue à lui accorder une certaine importance. La raison était que les nombreuses innovations des banques conduisaient à perpétuellement redéfinir les indicateurs de masse monétaire et rendaient de plus en plus floue la séparation entre ce qui est de la monnaie et ce qui est un actif financier. L'instrument et l'indicateur principal d'une banque centrale sont le taux d'intérêt auquel les banques commerciales peuvent se refinancer auprès d'elle (d'une façon anonyme). Il semble que les banques centrales fixent le taux d'intérêt en suivant une règle relativement fixe : une hausse (baisse) de l'inflation au-dessus d'un objectif plus ou moins annoncé, conduit à une hausse (baisse) supérieure du taux d'intérêt ; pour certains pays une contraction de l'activité au-dessous de la production potentielle, conduit à une baisse du taux d'intérêt. Ce comportement, parfois appelé *règle de Taylor*, laisse une place

importante à la discrétion. Par exemple le dernier *World Economic Outlook* note que le taux d'intérêt de la *Fed* et à un degré moindre celui de la BCE, ont été très en dessous de ce que donne cette règle de 2002 à 2006.

3. La crise actuelle est une crise financière et bancaire typique : les leçons de l'histoire

La littérature empirique récente sur les crises rend de plus en plus hommage à Charles Kindleberger, et notamment à son petit ouvrage *Manias, Panics and Crashes*, qui porte sur les crises bancaires et financières (à l'exclusion des autres). Kindleberger identifie certaines régularités qualitatives dans les principales crises qu'il analyse depuis le 17^{ème} siècle. Sa théorie est qu'une longue période de calme rend les gens de plus en plus optimistes et de plus en plus gourmands. Ils prennent de plus en plus de risques dans leurs investissements. Cela conduit durant un certain temps à une progression des prix des actifs, financiers et immobiliers. Les banques commerciales, mais aussi centrales, participent à cet optimisme et accordent des crédits abondants et bon marché avec des garanties de plus en plus insuffisantes. Quand la bulle du prix des actifs devient de plus en plus apparente, les agents, pour éviter de prendre des pertes, font une fuite en avant. C'est l'époque où apparaissent les escroqueries (un chapitre du livre s'intitule *the emergence of swindles*). Finalement la bulle s'effondre. La solvabilité des banques devient douteuse et les déposants les quittent pour détenir de la monnaie banque centrale. C'est le moment où selon la formule de Bagehot, la banque centrale doit prêter sans compter aux banques *solvable*s mais ayant peu de liquidités, à un taux de pénalité. Cela n'est bien sûr pas facile (après tout le marché ne sait pas distinguer les banques solvables des autres et les banques sont interconnectées par des engagements réciproques) et beaucoup d'erreurs sont faites à ce stade.

L'analyse théorique, inspirée des travaux d'Hyman Minsky, repose sur une psychologie des agents très différente de la rationalité des économistes néo-classiques. C'est sans doute la raison pour laquelle ce livre a été peu cité et ses idées peu reprises par ces économistes. Cependant, nous avons vu que l'optimisme qui conduit à l'imprudence et à l'arrogance, a été général au début des années 70 comme dans les années récentes, chez les politiques, les économistes, les entreprises, les ménages, et pas seulement chez les financiers. Les

imprudences ont été le fait de tous et leur origine provient du fonctionnement de la pensée humaine¹.

Les liquidités étaient abondantes et bon marché dans le monde jusqu'au déclenchement de la crise. Cela était dû aux politiques monétaires expansionnistes de la banque du Japon (pour sortir le Japon de la déflation), de la *Fed* et à un degré moindre de la BCE. Cela n'eut pas d'effet inflationniste sur les prix des biens et les services. Mais les prix des actions, des logements et des locaux professionnels augmentèrent de plus en plus. Les innovations financières et les failles des réglementations prudentielles aidèrent les excès qui font les titres actuels des journaux. Mais l'histoire nous apprend que des crises similaires se sont déroulées depuis plusieurs siècles, et donc qu'il ne faut pas surestimer le rôle de la finance moderne².

La compréhension de la nature de cette crise permet de comprendre l'inefficacité des politiques monétaires traditionnelles pour en réduire les conséquences. Les taux d'intérêt qui affectent l'économie sont ceux auxquels les entreprises se financent et ceux auxquels les banques se prêtent dans le court terme. Ces taux diffèrent en période calme de celui fixé par la politique monétaire par des *spreads* de faible ampleur qui peuvent donc être négligés par l'économiste et le banquier central. Cela n'avait pas été le cas au Japon durant la longue déflation qu'avait connu ce pays. Les banques japonaises avaient des montants importants de créances douteuses dans leurs actifs, de sorte que leurs solvabilités respectives restaient incertaines. Elles étaient donc réticentes à se prêter mutuellement. Le mauvais fonctionnement du marché interbancaire impliquait que les banques cherchaient à accroître leurs liquidités (en réserves à la Banque Centrale ou en bons du Trésor) et étaient réticentes pour cela à prêter à des entreprises et à des ménages. Elles cherchent aussi pour restaurer leur crédibilité à accroître leurs rapports fonds propres/crédits et un moyen pour faire cela est de réduire leurs crédits. En conséquence les *spreads* étaient élevés, mais aussi le crédit était rationné. La Banque du Japon amena son taux d'intervention à 0%, sans grands effets. Evidemment la masse monétaire crût de façon insuffisante durant cette période, simplement parce que les banques commerciales appliquaient à la monnaie banque centrale qui était abondamment disponible, un multiplicateur monétaire qui avait fortement baissé.

¹ Une plaisanterie actuelle est que les ménages investissent en action quand celles-ci valent cher (quand leur *price-earning ratio* est élevé) car ils pensent que leur prix va continuer à monter. Mais ils n'achètent pas d'actions quand elles sont bon marché, parce qu'ils pensent que leur prix va continuer à baisser (*le price-earning ratio est actuellement le tiers de ce qu'il était il y a 9 ans*).

² On peut lire par exemple *L'argent* d'Emile Zola.

L'insuffisance de l'offre de monnaie eut de forts effets déflationnistes sur l'économie japonaise conformément aux analyses monétaristes. Le taux d'intérêt d'intervention de la Banque du Japon était devenu un instrument inefficace et un mauvais indicateur monétaire.

4. Les effets de la crise sur l'activité économique

La crise a commencé à précipiter une récession des pays industrialisés, avec une baisse de la production et de l'emploi³. La crise réelle se manifeste d'abord dans le secteur du bâtiment. En fait le secteur réel est victime de deux choses. D'abord la contraction de crédits nécessaire au simple fonctionnement des entreprises est dramatique pour celles-ci : il s'agit des crédits commerciaux ou de trésorerie. Le développement de la sous-traitance implique que des difficultés de trésorerie d'une entreprise peut avoir des conséquences pour ses clients et donc être amplifié. La crise heurte donc l'offre.

La seconde raison pour laquelle la crise financière donne naissance à une récession est que le besoin pour les agents de reconstituer leurs liquidités, mais aussi leur épargne après les pertes qu'elle a subi, comme la difficulté de financer un achat par le crédit, conduit à une contraction de la demande. Le coût des crédits hypothécaires pour les ménages américains est souvent indexé sur le taux d'intérêt du marché monétaire, c'est-à-dire le taux d'intervention de la *Fed* (devenu presque nul) plus le *spread* (devenu très élevé). Ainsi ce coût a augmenté. La générosité du crédit par cartes a baissé.

³ Un point qui semble nouveau, comparativement aux récessions passées, est que la baisse de l'emploi est plus rapide que la baisse de la production aux Etats-Unis