

Samba Diop

La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky

Avertissement

Le contenu de ce site relève de la législation française sur la propriété intellectuelle et est la propriété exclusive de l'éditeur.

Les œuvres figurant sur ce site peuvent être consultées et reproduites sur un support papier ou numérique sous réserve qu'elles soient strictement réservées à un usage soit personnel, soit scientifique ou pédagogique excluant toute exploitation commerciale. La reproduction devra obligatoirement mentionner l'éditeur, le nom de la revue, l'auteur et la référence du document.

Toute autre reproduction est interdite sauf accord préalable de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France.



Revues.org est un portail de revues en sciences humaines et sociales développé par le CLEO, Centre pour l'édition électronique ouverte (CNRS, EHESS, UP, UAPV).

Référence électronique

Samba Diop, « La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky », *Revue de la régulation* [En ligne], n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 10 juin 2009. URL : <http://regulation.revues.org/index7510.html>

DOI : en cours d'attribution

Éditeur : Association Recherche & Régulation

<http://regulation.revues.org>

<http://www.revues.org>

Document accessible en ligne à l'adresse suivante : <http://regulation.revues.org/index7510.html>

Document généré automatiquement le 29 septembre 2009.

© Tous droits réservés

Samba Diop

La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky

Introduction

- 1 Lorsqu'en août 2007 a éclaté la crise des *subprimes*, très peu d'observateurs avaient imaginé qu'elle durerait aussi longtemps et qu'elle serait d'une telle ampleur. Touchant le secteur immobilier, bancaire et financier et dépassant le cadre de l'économie américaine, elle a très vite fait peser sur l'économie mondiale la menace du risque systémique. Pour essentiellement deux raisons, cette menace devait être prise au sérieux : d'une part, à cause de la position économique des États-Unis qui est la première puissance du monde et, d'autre part, parce que, la globalisation financière aidant, l'interconnexion des marchés financiers et des systèmes bancaires fait que les problèmes de tel ou tel autre système bancaire ou financier s'inscrivent d'emblée à un niveau global. Toutefois, même s'il y a unanimité sur l'envergure de la crise, les commentaires les plus variés, les analyses les plus éloignées les unes des autres en accompagnent le déroulement.
- 2 De la compréhension des mécanismes de la crise et de son origine dépendra l'efficacité des mesures prises en vue de mettre en place des mécanismes de régulation efficaces pour la contenir. Ce papier discute de l'apport de l'Hypothèse d'Instabilité Financière (HIF) du capitalisme proposée par Minsky comme clé de compréhension de la crise systémique qu'a induit le surendettement immobilier des ménages nord-américains. Il s'attache à identifier les enchaînements de la crise qui permettent de la considérer comme une expression du cycle d'affaires de Minsky. Notre analyse met plus particulièrement en avant ce qui nous semble être l'un des points cruciaux de l'hypothèse de Minsky : le relâchement institutionnel pendant la phase ascendante du cycle – que ne prennent pas suffisamment en considération, à notre avis, d'autres lectures de la crise qui s'inscrivent dans son paradigme (Wray, 2007 et Kregel, 2008). Kregel met l'accent sur la réduction endogène de la marge de sécurité mais ne s'attarde pas sur les causes de cette évolution. Wray, pour sa part, met au centre de son analyse le rôle des innovations financières sans préciser non plus les raisons qui leur permettent d'émerger dans le système économique. Ces analyses ne sont pas en elles-mêmes critiquables, mais elles ne mettent pas à profit ce que l'on peut sans doute considérer comme l'apport de Minsky à la compréhension du caractère endogène des facteurs de crise financière dans le cycle économique, à savoir la fragilisation institutionnelle à la source de la fragilité financière. Si l'on met en avant cette lecture du caractère endogène de l'instabilité financière, il y a bien un moment minskyen dans la crise actuelle, contrairement à ce qu'estime Davidson en restreignant son analyse à un problème d'insolvabilité (Davidson, 2008).
- 3 Très vite, les analyses de la crise des *subprimes* se sont transformées en procès contre les failles informationnelles de la titrisation et l'absence de limites à l'émission de crédit que celle-ci a impliquée. En faire le principal facteur explicatif conduit à reporter la responsabilité sur une faille des politiques prudentielles. Dans ce papier, nous relierons l'analyse que faisait Minsky de la titrisation en 1987 à ce qui paraît être la principale cause structurelle de la crise – la déflation salariale depuis la fin des années 1970 que permet la fragilisation institutionnelle des structures d'endettement. Il faut en outre souligner que Minsky renouvelle son analyse originelle de l'articulation entre cause structurelle et cause conjoncturelle d'une crise financière en la resituant dans la perspective historique du passage d'une étape de développement du capitalisme, marquée par l'encadrement étroit de l'activité financière

qu'a fait émerger la grande dépression provoquée par la crise financière de 1929, à une nouvelle étape qu'il caractérise comme un capitalisme des « administrateurs d'argent » (*money managers*). L'intérêt de cette analyse est qu'elle pointe les questions que soulèvent, d'une part, la temporalité de la fragilisation institutionnelle à la fragilisation financière (outre la question du caractère endogène ou non de la hausse des taux d'intérêt de la banque centrale dans cette transition) et, d'autre part, les déductions normatives qui en découlent quant à la capacité de sortir de la crise par l'action de la banque centrale et la relance budgétaire. L'intérêt de la lecture de la crise actuelle à la lumière de l'Hypothèse d'Instabilité Financière intrinsèque du capitalisme est qu'elle précise également une question qui demeure ouverte sur un plan normatif : si la crise actuelle n'est pas seulement une crise financière mais exprime la crise d'un mode de répartition, ce que Minsky appelle la *Big Bank* et le *Big Government* peuvent-ils le rétablir à l'identique ou le modifier substantiellement ? La réponse à cette question n'interpelle pas seulement la théorie postkeynésienne mais aussi d'autres courants hétérodoxes. En ce sens, cet article n'a pas d'autre prétention que de montrer que la portée explicative de la théorie financière de Minsky semble plus large que ne l'établit sa discussion. Pour cette raison, nous allons dans un premier temps préciser les points de l'analyse de Minsky qu'on vient d'évoquer et ensuite les faits stylisés qu'ils conduisent à mettre en avant pour caractériser la séquence de la phase ascendante du cycle, au retournement de la conjoncture et à la propagation mondiale de la crise qu'a impliquée sa cause structurelle.

1. L'Hypothèse d'Instabilité Financière

- 4 L'ambition de l'Hypothèse d'Instabilité Financière (HIF) de Minsky, qu'il a formulée en 1982 (Minsky, 1982), est de montrer que les crises financières interviennent de manière naturelle et endogène dans l'évolution du capitalisme. Minsky étayera sa démonstration en montrant qu'elles ne peuvent être analysées comme résultats de chocs exogènes ou d'un accident, car elles apparaissent d'un point de vue historique comme un inévitable passage que le capitalisme est amené à emprunter. Minsky s'appuie sur une analyse du capitalisme qui le conduit à isoler cinq phases dans le développement de ce dernier (Minsky, 1990, 1993, 1996). L'étape actuelle, qui est appelée le capitalisme des « *money managers* », correspond à l'intronisation de la valeur actionnariale au rang de principal critère de performance des entreprises et permet à bien des égards de cerner la crise dans ce qu'elle a de plus structurel : la tentative de soutenir la consommation privée américaine dans un contexte de déflation salariale. Pour cette raison, nous présenterons les caractéristiques principales de cette forme actuelle du capitalisme telle que Minsky le perçoit dans la première partie de cette section. Mais la lecture de la crise que permet l'œuvre de Minsky ne se limite pas seulement au diagnostic de cette phase nouvelle du capitalisme, ses travaux antérieurs permettent aussi de voir comment, dans la phase ascendante du cycle, le système transite de structures d'endettement stables à des structures d'endettement instables. Ce glissement progressif se fait par la validation des projets d'investissement antérieurs qui réconfortent les agents économiques (firmes, ménages mais aussi banques) dans leurs prises de risque et les pousse à en prendre davantage. Le résultat d'une telle évolution, c'est la quasi généralisation des formes d'endettement instables qui fait basculer le système vers une situation très bancale que toute évolution défavorable des conditions de financement, en l'occurrence une hausse des taux d'intérêt, transformerait en crise.
- 5 Cette séquence est aujourd'hui connue. L'interprétation des causalités, en recourant aux travaux de Minsky, doit mobiliser l'aspect décisif de l'évolution du capitalisme qu'il avait saisi très tôt. Dès les années 1990, il avait perçu la profonde mutation qu'allait entraîner ce capitalisme des « administrateurs d'argent » sur ce que la théorie de la régulation conceptualise comme un dispositif institutionnel central de la régulation économique – le rapport salarial – et non pas comme un simple marché. L'analyse de Minsky rentre en écho sur ce plan

plus particulièrement avec les travaux d'Aglietta sur les effets sur le rapport salarial de l'institutionnalisation de la norme de la valeur actionnariale dans la gouvernance d'entreprise (Aglietta 2004, 2007).

1.1. Money manager capitalism

- 6 À la suite de la parenthèse keynésienne d'après guerre fut inaugurée une nouvelle ère du capitalisme que Minsky appelle, le « *money manager capitalism* » dans lequel les marchés et arrangements financiers sont dominés par les administrateurs d'argent (Minsky & Whalen, 1996). Née des cendres de l'État providence et d'un renversement idéologique qui a fini de balayer les dernières vestiges du régime d'accumulation des trente glorieuses, cette forme nouvelle du capitalisme a permis la consécration des grandes institutions financières telles que les fonds de pension, les fonds mutuels, les compagnies d'assurance et les grands trusts bancaires.
- 7 Avant de voir les caractéristiques de ce type de capitalisme, il est nécessaire de revenir à l'étape qui l'a précédé et que Minsky déroule de la grande dépression jusqu'aux années 1970. Pendant cette période, l'État joue un rôle capital dans l'économie. De plus, cette ère du *Big Government* coïncide avec une forte résistance des économies aux dépressions et récessions mais correspond aussi à une période de prospérité (Minsky, 1993). Les bilans des banques et des institutions financières, de manière générale, comprennent une grande partie de titres publics, ce qui contribue à les stabiliser. Au niveau de la gouvernance des entreprises, les managers sont relativement indépendants des actionnaires, ce qui rend possible la poursuite d'objectifs à long terme et permet de donner une responsabilité sociale aux entreprises.
- 8 Au fur et à mesure que se développait cette forme du capitalisme, on assista progressivement cependant à une fragilisation du système financier. En effet, la prospérité et l'assurance des opérations de prêteur en dernier ressort aidant, il y eut une réduction des marges de sécurité qui transforma les structures d'endettement des agents économiques (banques et firmes principalement) en structures instables (pour la catégorisation des structures, cf. sections suivantes). Un autre héritage de ce capitalisme d'après guerre peut être vu dans le développement des assurances sociales d'entreprise qui a conduit à leur substitution progressive par un système d'assurance individuelle mutualisé par des fonds de pension privés (Minsky, 1990).
- 9 C'est dans ce contexte, au début des années 1980, que fut amorcée la contre-révolution néolibérale qui allait transformer ce capitalisme d'après guerre en « *money manager capitalism* ». Dans ce dernier, va s'exacerber l'accumulation des fonds détenus par ces nouveaux investisseurs. En effet, les effets ravageurs de l'inflation sur les dépôts bancaires inciteront ces derniers à faire migrer leurs épargnes vers « *les fonds mutuels et les fonds de marché monétaire (...), dans lesquels les investisseurs individuels détiennent des intérêts dans un corps d'actifs financiers* » (*ibid.*, p. 69).
- 10 Minsky pose ainsi comme trait structurel de cette nouvelle forme de capitalisme que l'augmentation des fonds permettra à leurs gestionnaires de prendre des participations de plus en plus importantes dans les entreprises et d'en devenir les actionnaires majoritaires, ce qui a conduit à modifier considérablement la gouvernance de ces dernières. En effet, l'unique but de ces gestionnaires de fonds étant de maximiser leurs retours sur investissements, il est difficile de poursuivre des objectifs à long terme, qui deviennent un luxe que ne peuvent plus poursuivre les dirigeants des grandes entreprises. Il en résultera la sacralisation de la valeur actionnariale, ainsi érigée en critère de performance par excellence au détriment de tous les autres.
- 11 L'indépendance des managers vis-à-vis des actionnaires est ainsi balayée par une révolution libérale qui, par la prédominance des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des entreprises qu'elle a permise, a rendu monnaie courante les OPA (qu'elles soient hostiles ou pas), les restructurations financières, les LBO...mais qui a aussi et surtout coïncidé avec le

début de la révolution conservatrice ouverte sur deux fronts : États-Unis, Grande Bretagne. Orchestrée par Thatcher et Reagan et menée par Volker, cette révolution a marqué la fin de la parenthèse keynésienne d'après guerre. Elle dépasse le cadre des économies d'où elle est partie puisqu'avec l'exportation du capital qu'elle a rendue possible, cette poussée néolibérale a contribué à l'intégration des économies périphériques dans ce qu'il est convenu d'appeler la globalisation financière et la mondialisation économique.

12 D'autres courants hétérodoxes, tels que la théorie de la régulation ont également centré leur compréhension de cette nouvelle phase du capitalisme sur sa dimension distributive. Plus précisément, cette dernière montre que cette évolution est des plus destructrices pour ce qui concerne le rapport salarial car elle organise une concurrence mondiale du travail et permet de modifier le rapport de force travail/capital au détriment du premier. En effet, à partir des années 1980, le développement des marchés financiers a organisé ce que certains auteurs appellent le régime d'accumulation financiarisé (Amable, Barré, Boyer, 1997). Dans ce régime d'accumulation, le capital se valorise sans passer par le système productif. Concentré dans les grandes banques d'investissement, les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ce capital poursuit la recherche du profit par la voie courte avec pour seule contrainte la maximisation de la valeur actionnariale (Aglietta, 2007).

13 L'analyse du développement du capitalisme en plusieurs phases, dont la dernière affirme la toute puissance de la valeur actionnariale qui est la seule variable dont la maximisation soit retenue par les dirigeants des entreprises, est un point focal de la lecture de la crise qui sera effectuée dans la deuxième section de ce travail. Plus qu'une simple description, elle permet de comprendre les caractéristiques et la structuration du capitalisme actuel dans lequel a éclaté la crise. De la compréhension des mécanismes et de la nature profonde de ce capitalisme dépendra l'efficacité des mesures prises pour enrayer la crise et le fait que son issue signifie ou non une nouvelle étape du développement du capitalisme.

1.2. Fragilisation institutionnelle et fragilisation financière

14 Un des aspects heureux de cette crise est de rendre à nouveau audible la pensée hétérodoxe que la doxologie avait pu priver de toute résonance dans le débat public en le cantonnant aux marges du débat académique. Tout particulièrement, l'hypothèse d'efficience des marchés qui, jusque là, régnait sans partage est maintenant amplement contestée, donnant par là même occasion aux visions alternatives la possibilité de trouver une tribune dans le débat politico-économique. La discussion de la portée de Minsky dans la compréhension de la crise actuelle et des façons d'y faire face, recouvre alors un enjeu significatif dès lors qu'elle met l'accent sur la lecture qu'a développée Keynes des cycles d'affaires autour de trois principes : le rejet de l'autorégulation des marchés, la prise en compte de l'incertitude et de l'imperfection des marchés et, enfin, la génération endogène des crises au cours du cycle financier. Ce dernier point, qu'implique la reconsidération des deux autres par la théorie néoclassique contemporaine, définit l'actualité que donne à l'Hypothèse d'Instabilité Financière le capitalisme des « *money mangers* ».

15 Prise dans ses grandes lignes, l'HIF énonce deux idées principales. La première avance qu'il existe des régimes d'endettement stables (*Hedge*) et des régimes instables (*Speculative*, *Ponzi*). La seconde considère que, pendant une longue période de prospérité, l'économie transite naturellement vers les régimes instables. À ce niveau se pose la question de préciser comment cette transition se réalise. Minsky avance deux facteurs explicatifs principaux : le relâchement de la barrière orthodoxe et les innovations financières (Minsky, 1986).

16 Mais mesurer l'impact de ces deux facteurs dans ce qu'ils ont de plus déterminant dans la fragilisation financière, c'est-à-dire dans la transition du système vers des structures d'endettement instables, requiert au préalable une précision du rôle des institutions chez Minsky¹. Une double mission leur est dévolue : contenir les forces déstabilisantes, permettre un redémarrage de l'économie sur de nouvelles bases. En effet, ces dernières jouent un rôle

stratégique dans la stabilisation du système et sont considérées comme des « *circuit breakers* » qui arrêtent les spirales perturbatrices pouvant précipiter l'économie dans une phase de crise. Ensuite, les institutions permettent à l'économie de redémarrer sur de nouvelles bases, ce que Minsky avance dans les termes suivants : « *Pour contenir les démons que le marché peut infliger, les économies capitalistes développent des séries d'institutions et d'autorités, qui peuvent être caractérisées comme des équivalents de circuit breakers. Ces institutions, en effet, arrêtent les processus économiques qui produisent de l'incohérence et redémarrent l'économie avec de nouvelles conditions initiales et peut être avec de nouveaux coefficients de réaction.* » (Minsky, 1994, p. 6). De plus, l'importance des institutions peut aussi se faire ressentir dans la capacité qu'elles ont à retarder l'appropriation effective des innovations financières pendant la phase ascendante du cycle.

- 17 L'importance centrale des innovations financières dans l'HIF apparaît clairement par le fondement que lui donne Minsky sur la base de la grille d'analyse de Schumpeter qui l'a conduit à défendre que les innovations technologiques doivent être soutenues et financées. Minsky souligne que « *le changement et l'évolution ne sont nulle part plus évidents que dans les activités bancaires et financières et nulle part ailleurs que dans le secteur bancaire la recherche de profits n'est à ce point un facteur en faveur de l'innovation.* » (Minsky, 1993, p. 106). Il avance en outre que les innovations financières sont le moyen, utilisé par les banquiers, pour contourner les règles prudentielles, qu'elles soient le fait des banques centrales ou d'une autre autorité de régulation (comité de Bâle par exemple), et qu'elles sont source d'avantages compétitifs, au même titre que les innovations technologiques.
- 18 Au total, pendant les périodes de prospérité prolongée, les institutions deviennent moins prégnantes, il y a relâchement de la barrière orthodoxe². Cette barrière qui dessine les principes prudentiels auxquels sont assujetties les institutions financières se relâche puisque, le succès nourrissant le succès, les agents économiques s'installent dans une euphorie qui appelle des pratiques financières de plus en plus risquées et rend incongrue la frugalité. La levée de la contrainte institutionnelle place l'économie dans un état de faible régulation, ce qui entraîne une généralisation des formes d'endettement « *Speculative* » et « *Ponzi* » observées. Les marges de sécurité destinées à combler la part d'erreur entre les prévisions et les réalisations s'amenuisent. L'idée que la phase ascendante du cycle n'est pas encore à son terme se généralise et favorise les logiques de court terme. Le système se trouve dans une situation de fragilité financière que toute évolution défavorable dans les conditions de financement pourrait précipiter vers la crise.

1.3. Retournement de la conjoncture et déflation par la dette

- 19 L'ambition de Minsky à travers son HIF n'est pas seulement de démontrer l'instabilité structurelle du capitalisme en l'absence d'une régulation prudentielle, mais de montrer qu'il implique des crises qui lui sont consubstantielles. Autrement dit, il y a dans l'Hypothèse d'Instabilité Financière, une théorie qui montre comment émerge, dans une économie capitaliste, une structure financièrement fragile susceptible de connaître des crises, mais aussi comment le fonctionnement normal peut conduire à leur déclenchement. Ainsi, en situation de fragilité financière³, le boom s'arrêtera-t-il s'il y a réalisation d'un événement inhabituel (une hausse des taux d'intérêt par exemple). Le caractère endogène de la hausse du taux d'intérêt peut être discuté (Lavoie, 1983), cependant il est possible de dire avec Arestis et Glickman (2002) que « *le point crucial ici, c'est que pour Minsky, les raisons pour lesquelles un choc peut effectivement entraîner une crise sont endogènes* ». Nous ne reviendrons pas ici sur le débat « *taux d'intérêt endogène ou exogène* », nous nous limiterons à analyser l'impact de la hausse des taux sur l'occurrence de la crise.
- 20 De plus, Minsky ne semble pas faire de ce débat un élément central de son analyse quand il affirme que : « *Si une économie avec une part assez importante d'unités Speculative et*

Ponzi est dans un état inflationniste et que les autorités essaient d'exorciser cette inflation par des contraintes monétaires, alors les unités Speculative deviendront Ponzi et la valeur nette des unités Ponzi s'évaporerait rapidement. Par conséquent, les unités qui sont en pénurie de liquidité seront forcées de vendre pour essayer de refaire leur position. Ce qui mènerait vraisemblablement vers l'effondrement de la valeur des actifs. » (Minsky, 1992, p. 8). Avec la hausse du taux d'intérêt dans une configuration de fragilité financière, éclate la crise. Le point de retournement de la conjoncture va appeler des comportements radicalement différents de ceux observés jusque là. L'euphorie laisse la place à la panique, les agents économiques se mettent dans une quête effrénée de liquidité (*run to money*) par la vente de leurs actifs, le relâchement de la barrière orthodoxe laisse la place à une contrainte institutionnelle plus rigide. La probabilité de voir se mettre en place une déflation par la dette à la Fisher se met en place.

- 21 Pendant la phase baissière du cycle, prédominent des comportements traduisant la prise de conscience des agents économiques sur la non soutenabilité de leur niveau d'endettement. Pour faire face à leurs engagements, les agents économiques se livrent à des ventes d'actifs. Les hauts niveaux d'endettement jusque là communément admis ne le sont plus. Sauf que ces actions précipitées après le krach renforcent la difficulté des emprunteurs en faisant baisser la valeur des actifs, sans pour autant permettre une diminution significative de la dette. Les structures d'endettement deviennent de plus en plus insoutenables. Les défauts de remboursement se multiplient. L'incapacité des emprunteurs à honorer leurs engagements se répercute sur les banques. Elles réagissent par une restriction du crédit par le coût et par le volume. Le système plonge dans un état d'illiquidité généralisée.
- 22 Pour sortir de la crise, selon Minsky, deux institutions sont à même de faire redémarrer le système sur de nouvelles bases : la *Big Bank* et le *Big Government*. La première, par ces opérations en dernier ressort, devrait permettre qu'émergent les valeurs plancher du prix des actifs, alors que la seconde, par le déficit public, pourrait pallier le fléchissement de la demande privée.
- 23 On peut donc résumer le cycle d'affaire que conçoit Minsky dans les termes qui suivent. À l'origine se trouve une fragilisation institutionnelle qui, dans la phase euphorique, rend possible des comportements risqués. La permissivité du système ouvre la possibilité à des nouvelles pratiques et instruments financiers de se réaliser. Dans ce contexte, les prises de risques augmentent *crescendo* et la fragilité financière, qui n'est rien d'autre que la domination des structures d'endettement instables sur celles qui sont stables, devient effective. En effet, les agents économiques grisés par le succès et s'appuyant sur une levée des contraintes institutionnelles, trouvent les marges de sécurité des périodes précédentes trop élevées, les réduisent et adoptent des positions de financement moins solides. Toute variation défavorable des conditions de financement provoque le retournement de la conjoncture et transforme la fragilité financière en crise. Cette crise peut être plus ou moins grave selon la réaction des agents économiques et des deux institutions citées plus haut. Si, pour refaire leur position, les ventes d'actifs se généralisent, le risque est grand de voir une déflation par la dette. Par contre, l'intervention de la *Big Bank* et du *Big Government* peut être salvatrice pour le système en ce qu'elle pourrait permettre de limiter la chute du prix des actifs et de compenser l'amointrissement de la demande privée. Dans la crise des *subprimes*, il est possible d'identifier cet enchaînement.

2. Phase ascendante du cycle

- 24 En période de crise, le risque est grand de voir les débats autour de l'interprétation entravée par une certaine myopie conduisant à ne percevoir que les causes qui se manifestent de façon immédiate dans le déroulement même de la crise. Celles que l'on ne peut identifier qu'en remontant plus loin dans le temps peuvent sans doute paraître contestables au motif que, si

elles étaient vraiment significatives, elles auraient agi plus tôt. Notre démarche est toute autre. Il nous semble que cette crise marque le vacillement (fatal ?) d'un modèle économique qui, pour être bien cerné, a besoin de faire appel, au-delà des causes plus immédiates qui se donnent à voir dans l'amplification de la crise, aux causes que l'on qualifiera de structurelles et qui en disent plus sur l'origine et les fondements profonds de la crise. À cet effet, le concept de fragilisation institutionnelle développé ci-dessus sera décisif puisqu'il permet de s'inscrire dans la durée et, pour le cas précis de cette crise, de mettre en évidence le rôle majeur joué par la déréglementation progressive qui fonde la spécificité étasunienne.

25 Les deux innovations financières majeures – les crédits « *non prime* » et leur titrisation, qu'on peut considérer comme causes immédiates de la crise prenant forme dans les années 1990 – doivent être mises en rapport avec les causes structurelles qui s'enracinent dans la longue durée. Il faut en fait remonter à l'après guerre si l'on identifie ces dernières à l'aune de la fragilisation institutionnelle et on est alors conduit à conclure que cette crise est d'abord une crise de répartition. Bref, qu'un modèle s'attachant jusque là à doper une demande privée, dont l'expansion est limitée par une déflation salariale depuis une trentaine d'années, pose dès lors la question de savoir si cette crise systémique en exprime ou non les limites⁴. La formidable machine à crédit qui avait soutenu à bout de bras la consommation s'est enrayée. Il n'y a pas encore la moindre certitude qu'une autre forme de répartition trouve un terrain de concrétisation, mais on ne sait pas plus quelle sera l'audience que rencontrera la contestation de la *doxa* libérale. C'est là bien sûr une question qui dépasse le champ de l'économie mais c'est là néanmoins un problème d'économie politique qu'éclaire le dispositif d'analyse minskyen des crises. En effet, celui-ci permet d'identifier le problème de fond de la régulation financière comme une question de répartition, sur laquelle fait l'impasse un débat sur les causes de la crise, borné à ses manifestations récentes.

2.1. Les causes premières de la crise : entre le relâchement de la barrière orthodoxe et la déflation salariale

26 Si référence est souvent faite à la crise de 1929, c'est, entre autres raisons, parce que cette dernière a été la dernière grande crise à toucher l'ensemble du monde occidental⁵. La perspective de voir se réitérer un tel cataclysme financier et économique nourrit l'angoisse certaine du souvenir de la guerre mondiale qui prolonge la grande dépression avant que soient mises en place les actions publiques qui ont permis la grande embellie qui suivit. S'il peut paraître évident aujourd'hui, même à nombre de ses défenseurs actuels, que la contre-révolution libérale est responsable de la crise actuelle, il faut faire référence à l'évolution légale et réglementaire du monde financier aux États-Unis qui fait le lit de l'avènement futur du capitalisme des « *money managers* ». C'est dans cette évolution qui débute dans l'immédiat après guerre, que prend racine le faisceau de causes structurelles de la crise des *subprimes*, si l'on suit l'hypothèse de relâchement de la barrière orthodoxe faisant référence, chez Minsky, à la levée des contraintes institutionnelles qui imposaient jusque là une certaine discipline dans les activités de prêt et d'emprunt. Dans cette perspective, il importe de reconstituer le relâchement de la discipline instituée après la crise de 1929.

27 Tout d'abord, il doit être souligné que la crise de 1929 a laissé pour héritage, en tout cas dans la législation bancaire américaine, le Glass-Steagall Act (1933). Cet accord visait à séparer les banques de dépôt des banques d'investissement. Pour éviter que les banques commerciales ne se livrent à des opérations risquées avec les dépôts des ménages, il leur était interdit de souscrire des titres privés ou de se livrer à des pratiques de courtage. À l'inverse, les banques d'investissement et les assurances ne devaient plus s'engager dans des activités de banques commerciales. Cette interdiction formelle établie par le Glass-Steagall Act n'a cependant pas manqué d'être contournée à la fois par les holdings bancaires et par les sociétés de courtage de titres. Très vite, la Réserve Fédérale allait permettre aux banques commerciales de se livrer à

des activités d'émission et de placement de titres tant que leur montant ne dépassait pas 10 puis 25% du revenu total. Les sociétés de courtage de titres ne furent pas en reste et s'engagèrent, avec le développement des *money market mutual funds* et des *cash management account*, dans des activités traditionnelles d'émission d'instruments de dépôt.

28 Ce relâchement de la contrainte établie par le Glass-Steagall Act allait être très vite suivi par un autre accord « Trésor-Fed » de 1951 qui a libéré la Banque Centrale de son engagement de tenir les taux d'intérêt à des niveaux bas. Pour lutter contre l'inflation, elle pouvait relever son taux directeur. Cette nouvelle loi était la conséquence de l'apparition d'une nouvelle mission pour la Federal Reserve qui doit dorénavant poursuivre l'objectif de la stabilité des prix. À cet accord, il faut ajouter le Community Reinvestment Act de 1977 qui introduisait la possibilité pour les banques de prêter à des unités économiques qui ne sont pas très solvables. Sont ainsi présentées deux lois qui rendaient possible des prêts à des agents risqués et des hausses de taux d'intérêt pour enrayer une spirale inflationniste. Deux éléments qui seront aussi présents dans la crise des *subprimes*.

29 L'adoption du Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA) en 1980 a rendu possible l'application des taux d'intérêt élevés et des fortes commissions aux emprunteurs. De la même manière, le Alternative Mortgage Transaction Parity Act (AMTPA) adopté en 1982 a permis l'utilisation des taux d'intérêt variables et les paiements sous forme de « ballon ». Mais le développement des subprimes est aussi à mettre en relation avec une loi adoptée au milieu des années 1980, le TRA (Tax Reform Act) qui interdisait les déductions d'intérêt sur les prêts à la consommation tout en les acceptant sur les prêts hypothécaires. Ce qui a rendu les prêts hypothécaires moins onéreux que les prêts à la consommation et provoqué l'augmentation du premier type de prêt.

30 En 1999 allait être votée une loi de modernisation des services financiers : le Gramm Leach Bliley Act, qui mettait définitivement un terme à la séparation qu'avait instaurée le Glass-Steagall Act. La raison avancée était que cette loi donnait aux banques américaines la possibilité de jouer à armes égales avec les banques étrangères qui arrivaient à atteindre des tailles importantes. Toujours est-il qu'avec cette loi, la consolidation des services financiers était arrivée à son terme avec le rapprochement des activités bancaires traditionnelles et financières. Dans cette évolution, il est possible de trouver les raisons pour lesquelles les cinq plus grandes banques d'affaire des États-Unis (Bear Stearns, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers et Merrill Lynch) se retrouveront au cœur de la crise des *subprimes*.

31 L'importance de cette série de modifications réglementaires dans la crise des *subprimes* ne peut être ignorée. Elles ne sont pas seulement révélatrices de la transition du système bancaire américain vers davantage de permissivité dans les opérations de crédit, elles ont par ailleurs creusé le sillon de l'invention et du développement des crédits hypothécaires à risque. Ainsi se trouve-t-on dans une situation où la loi devient de moins en moins contraignante et finit par instituer le modèle actuel de la banque d'investissement par l'acte de modernisation des services financiers. Il apparaît donc que plus s'est étioilé le souvenir de la Grande Dépression et de la guerre, plus le législateur américain a été enclin à faire voler en éclats les dispositions héritées des turbulences des années 1930. Qui plus est, n'ayant pas connu de sérieuses crises depuis cette dernière, les États-Unis ont, avec la politique Reagan / Volker, minimisé le rôle de l'État à sa part la plus congrue et voté des lois dont il est permis de penser qu'elles avaient pour ambition de pérenniser un nouveau modèle à deux piliers : valeur actionnariale et déflation salariale. L'ère des « *money managers* » avait sonné.

32 Le rappel de ces évolutions d'ordre législatif est une manière de remettre au centre de l'analyse la dimension réglementaire et d'expliquer l'exception américaine. Si le relâchement des usages, comme l'avaient vu Arestis & Glickman, fait davantage référence à l'apparition de pratiques financières imprudentes, dire que la crise des *subprimes* est, d'une manière ou d'une autre, à mettre en relation avec ces évolutions, c'est assumer que la possibilité d'émettre

des prêts *subprime* n'est, ni plus ni moins, que la conséquence de la reconfiguration de la réglementation bancaire américaine. C'est aussi rendre compte de la spécificité étatsunienne qui permet de comprendre la raison pour laquelle cette crise a éclaté outre Atlantique.

33 Bien évidemment, ne peut pas être éludée la question de la durée. Elle s'exprimerait de la manière suivante : pourquoi la crise n'a pas éclaté plus tôt ? En effet, la déréglementation qui vient d'être mentionnée s'est inscrite dans une tendance vieille d'un demi-siècle et le retard de l'éclatement de la crise peut poser problème. Une hypothèse consisterait à dire que la Fed s'est montrée capable d'organiser la capacité des marchés d'absorber des chocs financiers et, donc, de retarder l'occurrence d'une crise de cette ampleur. Il n'empêche que les différentes réformes qu'on vient de rappeler ont joué un rôle dans le boom des crédits *subprimes* même si l'on peut estimer, avec Wray, « *que la dérégulation et la reconnaissance légale de nouvelles pratiques n'étaient pas, par elles mêmes, suffisantes pour nous mener à ce précipice. Si ces innovations ont mené à des comportements risqués qui ont généré des pertes énormes, les institutions financières auraient dû se montrer plus réticentes à leur égard* » (Wray, 2007, p. 6).

34 Avec la bulle, le prix des logements n'a cessé d'augmenter, réconfortant les originateurs⁶ dans leurs prises de position de plus en plus risquée. Les opportunités de profit ne s'étioyant pas, les *subprimes* sont devenues les moyens que les banquiers et les prêteurs ont utilisés pour satisfaire leurs recherches de profit. La validation immédiate des anticipations n'a fait que prolonger la période de tranquillité euphorique jusqu'au point de non retour, ce qui confirme bien la pertinence de l'analyse de Minsky de la fragilité financière selon laquelle durant une période de tranquillité, le développement d'institutions et d'usages nouveaux conduit à une hausse du ratio d'endettement (Minsky, 1982).

35 En revanche, ce qui peut paraître intrigant dans la crise des *subprimes*, c'est la rapidité avec laquelle la phase euphorique est devenue une réalité et a permis l'apparition d'une fragilité financière. Minsky fait référence à la nécessité d'une période « substantielle » de tranquillité pour justifier l'apparition d'une économie euphorique (Minsky, 1977, p. 146). La question devient : combien de temps doit durer cette période pour rendre possible la quasi généralisation des niveaux d'endettement insoutenables ? En effet, beaucoup de crises ont touché les États-Unis entre la fin des années 1980 et le début des années 2000, financière ou économique pour certaines (la crise des caisses d'épargne, LTCM, crise de la net économie, Enron...) mais aussi politiques (attentats de septembre 2001, guerre en Irak) et la tranquillité, si elle existe, semble de courte durée.

36 Par conséquent deux hypothèses peuvent être avancées : soit l'explication fournie par Minsky sur la nécessité d'une période longue de tranquillité pendant laquelle apparaissent ces niveaux d'endettement insoutenables n'est pas valable (en tout cas pas dans cette crise là), dans ce cas on pourrait parler d'une faille dans le raisonnement minskyen. Soit, l'existence d'une banque centrale importante (au sens de *Big Bank*) a permis, par ses interventions, de contenir les effets des crises précédentes et de rendre les souvenirs de crise moins persistants dans les mémoires des agents économiques. L'existence d'une longue période de prospérité autorisant les prises de position risquées est contestable, ou elle doit être, tout du moins, reformulée. Le temps de l'euphorie n'est pas identifiable seulement au niveau d'un cycle d'endettement/désendettement mais dans le changement des institutions et des usages financiers qui prolonge leur relâchement dans la longue durée grâce à l'apprentissage des banques centrales et, en ce qui concerne les États-Unis, à la réactivité de la baisse des taux d'intérêt dans les moments de crise, autant qu'à la réduction des tensions inflationnistes que signifie la déflation salariale, ainsi que le montrent Aglietta et Berrebi (2007). Il n'en demeure pas moins que l'augmentation des prêts *non prime* consentis est le témoin d'une fragilité croissante de la structure financière étatsunienne, que n'a pu cette fois maîtriser à moindre coût la banque centrale.

- 37 A coté du relâchement de la barrière orthodoxe, existe un autre facteur structurel : la déflation salariale. Dire que la maxime « on ne prête qu'aux riches » a trouvé, s'il en était besoin, dans la crise des *subprimes* un allié de poids, c'est résumer avec cynisme le début de la crise tout en faisant le pari que l'accès au crédit des classes modestes n'est pas prêt de retrouver la facilité qui était la sienne avant le début de la crise. Mais c'est aussi assumer une position qui fait de la politique agressive de crédit, qui était à l'œuvre ces dernières années, un simple moyen de doper l'économie malgré la déflation salariale de la fin des années 1970. C'est donc autant à ce niveau que celui du relâchement de la barrière orthodoxe qu'il faut situer les sources du caractère systémique de cette crise. Elle n'est pas seulement le dégonflement d'une bulle, elle est une crise de répartition qui remet en cause la structuration interne d'un modèle que les thuriféraires du néolibéralisme avaient fini de rendre dominante.
- 38 Cette lecture trouve une résonance particulière dans les travaux de Minsky (voir section I) sur l'évolution du capitalisme. Cette étape est fortement marquée par la baisse des revenus des travailleurs et par une instabilité croissante. En effet « *de nombreuses explications à la chute des revenus des travailleurs à l'instabilité croissante et à l'inégalité éprouvées ces deux dernières décennies sont avancées (...). Malgré la pertinence de tous ces facteurs, un élément crucial a été omis... l'évolution de la structure financière (...) qui a subi de multiples modifications et a évolué vers la forme du capitalisme des « money managers »* » (Minsky & Whalen, 1996, p. 3).
- 39 Au total, s'il est possible de trouver des origines d'ordre réglementaire au déclenchement de la crise dans les multiples réformes survenues dans la législation américaine après la Grande Dépression, il n'en demeure pas moins que l'inégalité croissante des revenus aux États-Unis depuis les années 1980 doit être placée au cœur de la dynamique qui a débouché sur la crise des *subprimes*. Les chiffres sont éloquentes : si est opérée une classification des américains selon leurs revenus, le premier quintile (les 20% les plus pauvres) a vu ses revenus augmenter péniblement (+10%) entre 1979 et 2006 tandis que le cinquième quintile a enregistré pendant la même période une hausse de 60%. Les 5% les plus riches ont vu leurs revenus doubler. En s'intéressant aux dirigeants d'entreprises que la forme actuelle du capitalisme a transformés en défenseurs acharnés de la valeur actionnariale, il est possible de noter une augmentation de leurs revenus entre 1990 et 2001 de 300% (Aglietta et Berrebi, 2007).
- 40 L'année servant de départ à l'analyse de l'évolution des revenus n'est pas choisie par hasard. Elle coïncide avec le début de la révolution conservatrice ouverte sur deux fronts : États-Unis et Grande Bretagne. Orchestrée par Thatcher et Reagan et menée par Volker, cette révolution a marqué la fin de la parenthèse keynésienne d'après guerre. Elle dépasse le cadre des économies d'où elle est partie, puisqu'avec l'exportation du capital qu'elle a rendue possible, cette poussée néolibérale a contribué à l'intégration des économies périphériques dans ce qu'il est convenu d'appeler la globalisation financière et la mondialisation économique.
- 41 Ainsi, la volonté de démocratiser l'accès à la propriété, d'une part, et la progression positive continue des prix, d'autre part, n'a fait que stimuler, dans un contexte de dérégulation financière quasi généralisée, des politiques de prêts hypothécaires agressives de la part des institutions financières. La conséquence ultime étant le surendettement des ménages modestes américains qui allait déboucher sur la plus grande crise du système financier depuis celle de 1929. En effet la « démocratisation » des prêts, qui semblait être de mise dans les prêts dits *subprime*, s'est très vite transformée en une menace certaine sur le système bancaire et financier américain. Démocratisation des prêts ou dernière façon trouvée par les financiers de faire du profit sur des agents économiques aux capacités financières très limitées ? Quelle est la vraie nature des prêts *subprimes*, quelle incidence leur développement a-t-il eu sur le marché immobilier hypothécaire américain ? Qu'est ce qui les a rendus possibles ? Ces questions auxquelles on s'attache de répondre à la suite cernent le rapport entre déflation salariale et crise systémique.

2.2. Le mécanisme des prêts *subprimes* : un endettement *Ponzi*⁷

- 42 Tout d'abord, différence doit être faite entre les prêts « *prime* » et les prêts « *non prime* » : ces derniers sont les prêts associés à un historique de crédit très mauvais, des défauts de remboursement et des collatéraux de qualité très douteuse. À l'inverse, les prêts « *prime* » sont des prêts qui présentent des conditions de remboursement plus favorables. Pour cette raison, les taux d'intérêt des prêts du premier type sont plus élevés que ceux associés aux prêts du deuxième type. Il nous paraît nécessaire de prendre cette précaution sémantique puisque trop souvent le mot *subprime* est utilisé pour faire référence à la totalité des prêts *non prime*. Et la crise du crédit à risque présentée comme la crise des seuls *subprimes* omettant par la même occasion tous les autres types de prêt (Alt/A⁸ par exemple) qui n'en sont pas moins risqués et qui sont aussi source de fragilité financière.
- 43 Une fois cette précision faite, il est nécessaire de souligner que les prêts *subprimes* sont des crédits hypothécaires à taux variable accordés à des emprunteurs peu solvables avec un très mauvais historique de crédit (les défauts de paiement mais aussi des problèmes plus graves comme les jugements, les faillites et les radiations). Ces emprunteurs pourraient aussi afficher de faibles capacités de remboursement, mesurées par les notes de crédit, (c'est-à-dire une note inférieure à 620 sur une échelle de 300 à 850), un ratio dette/revenu qui dépasse 55% et/ou un ratio prêt/valeur du bien qui excède 85% ainsi que d'autres critères qui mesurent la faiblesse de la qualité des prêts. En raison de la fragilité de la solvabilité des emprunteurs, ces prêts ont une forme hypothécaire prenant pour garantie le logement qu'ils ont permis d'acheter. Les conditions de remboursement ne sont pas, là non plus, ordinaires puisque les taux d'intérêt sont fixes dans un premier temps, puis ajustables sur la base du taux directeur de la Fed. Par exemple, les prêts 2-28 sont des emprunts à taux fixe pour les deux premières échéances puis variables pour le reste de la durée de l'emprunt. La dernière annuité, dite « ballon », atteint dans certains cas la moitié du montant de l'emprunt.
- 44 Au départ, deux éléments essentiels permettent à ce nouveau segment du marché hypothécaire de continuer à se développer : pour l'emprunteur risqué, le marché des *subprimes* lui permet, ou, en tout cas, le place dans l'illusion de devenir propriétaire malgré sa faible solvabilité. Pour le prêteur, se présente une opportunité de profit puisque dans un contexte d'inflation immobilière, la valeur de l'hypothèque leur assure le remboursement des fonds avancés. Cependant ces opportunités de profit et d'accès à la propriété vont de pair avec une prise de risque accrue de la part du prêteur qu'il essaie de contrebalancer en demandant des taux d'intérêt élevés.
- 45 Dans la typologie de Minsky, il apparaît clairement que ce type d'endettement est à classer dans les structures *Ponzi*. En effet, avec les prêts *subprimes*, et *non primes* en général, l'emprunteur n'a pas de revenus suffisants pour honorer ses engagements après le *reset*⁹, il ne peut même pas rembourser les charges d'intérêt et est donc très sensible aux variations des conditions de financement. Il est sans cesse obligé de procéder à du « *rolling over* » c'est-à-dire une renégociation d'un nouvel emprunt sur la base de la revalorisation du collatéral. Pour cette raison, la position de Davidson qui est de dire que la dimension *Ponzi* n'est pas présente, parce que les emprunteurs ne pouvaient pas renégocier d'autres hypothèques, ne disposant pas d'actifs de grande valeur, ne nous semble pas décisive pour remettre en cause la validité de l'HIF. Toujours dans sa taxonomie des structures d'endettement, Minsky soulignera que ne seront considérés comme des unités *Hedge* que les ménages « *dont les revenus mensuels escomptés excèdent largement le paiement mensuel du crédit hypothécaire et qui ont très peu de dettes à honorer* » (Minsky, 1977, p. 143).
- 46 Une fois établie la catégorisation des ménages américains ayant souscrit aux prêts *subprimes*, il devient nécessaire de voir dans quelles proportions ces derniers ont été mobilisés pour aboutir au cataclysme financier d'une ampleur jusque-là inconnue. Les crédits *subprimes* ont contribué, pour une grande part, à augmenter la demande dans le marché immobilier et, par

là même, à nourrir une bulle dont l'éclatement allait donner le départ du plus grand séisme financier après 1929.

2.3. Du surendettement des ménages à la fragilité financière des banques

47 A partir du moment où les crédits *non primes* ont commencé à se généraliser, débute le processus de fragilisation financière. L'agressivité des démarcheurs a fini de convaincre bon nombres d'américains que cette occasion d'être propriétaire ne devait en aucun cas être manquée. La couverture fournie par l'hypothèque qui continuait à prendre de la valeur dans un contexte d'inflation immobilière était suffisante pour se prémunir de tout défaut de remboursement. Les émetteurs de crédit à risque, rendus confiants par l'augmentation des prix, en accordent davantage. Ce qui renforce la hausse et appelle de nouveaux investisseurs qui veulent exploiter ces opportunités de profit. S'ouvre ainsi une période de hausse continue des prêts *non primes* accordés. Ainsi « *cette dynamique qui joue symétriquement à la baisse permet de comprendre qu'il puisse être observé une forte déconnexion entre l'évolution des données économiques fondamentales et les variations constatées des prix, ce qu'on appelle communément une bulle spéculative* » (Orléan, 2001, p. 106).

48 De 2001 au retournement dans le secteur immobilier, c'est-à-dire la fin du deuxième trimestre 2006, la proportion des prêts *non primes* accordés est passée de 22,8 à 49,9% du total des prêts hypothécaires accordés. Pour les seuls *subprimes*, cette proportion est passée de 7,2 à 20,6% pendant la même période. Symétriquement, les prêts *primes* qui, quant à eux pesaient plus du ¾ des prêts hypothécaires en 2001, ne représentaient plus que 50,1% du total à la fin du deuxième semestre 2001 (tableau 1).

Tableau 1. Mortgage Originations by Product: 2001-2007

Billions of 2007 Dollars	Prime			Non-Prime					All Originations
	Conventional/Conforming	Jumbo	Total	Subprime	Alt-A	Home Equity	FHA/VA	Total	
2001	1 481	521	2 002	187	84	135	205	591	2 593
2002	1 955	658	2 614	230	77	190	203	701	3 314
2003	2 772	732	3 504	349	98	248	248	943	4 446
2004	1 329	585	1 914	593	209	352	148	1 311	3 224
2005	1 157	605	1 762	653	403	397	95	1 550	3 312
2006:1	243	108	349	144	108	105	20	378	726
2006:2	283	130	412	170	107	113	21	410	823
2006:3	248	122	379	165	94	115	23	397	776
2006:4	245	128	371	139	108	108	20	369	740
			1 512	617				1 553	
2007:1	273	100	373	93	98	97	19	307	680
2007:2	328	120	448	66	98	105	25	294	730
2007:3	286	83	369	28	54	93	28	203	570
2007:4	275	44	319	14	27	60	31	132	480
			1 509	91				922	
Share of Originations (Percent)									
2001	57,1	25,1	77,2	7,2	2,5	5,2	7,9	22,8	100
2002	69,1	25,1	78,9	8,9	2,3	6,7	6,1	21,1	100
2003	62,4	20,8	78,9	7,9	2,2	6,6	5,6	21,2	100
2004	41,4	17,8	59,1	16,5	6,5	11,3	4,6	40,9	100
2005	34,9	19,2	52,2	20,0	12,2	11,7	2,9	45,9	100
2006:1	33,5	14,6	46,1	19,9	14,9	14,5	2,7	51,9	100
2006:2	34,4	15,9	50,1	20,5	12,0	13,9	2,5	49,9	100
2006:3	31,9	17,0	48,9	21,2	12,1	15,0	2,9	51,1	100
2006:4	33,1	17,1	50,1	18,9	12,9	14,6	2,6	49,9	100
			20,1						
2007:1	40,1	14,7	54,9	13,7	14,4	14,3	2,8	45,1	100
2007:2	44,9	15,4	61,4	7,7	12,2	14,4	3,4	38,6	100
2007:3	50,2	14,8	64,7	4,9	9,5	16,3	4,6	35,3	100
2007:4	61,1	9,8	70,9	3,1	6,0	13,3	6,9	29,3	100
				7,3					

Notes: Dollar values are adjusted for inflation by the CPI-U for All Items.
Source: Inside Mortgage Finance, 2008 Mortgage Market Statistics Annual.

49 Si l'on s'intéresse aux crédits *subprimes* par zone géographique en prenant en compte deux périodes distinctes (Aglietta (2009)), il apparaît clairement que les zones où le crédit a le plus progressé après 2002 sont celles où les demandes de crédits refusées étaient les plus nombreuses. Ce qui permet de tirer deux enseignements : la qualité des crédits se détériore, mais aussi et surtout on assiste à une moindre exigence de la part des prêteurs. Il ne s'agissait donc pas seulement d'un nouveau mécanisme de crédit mais d'un système de plus en plus

laxiste : on commence par accorder des prêts sur la base d'une faible documentation – les « *low docs loans* », puis on s'en passe carrément en concédant des « *no docs loans* », et on finit par conseiller aux emprunteurs de mentir sur leur solvabilité en accordant des « *NINJA loans* », c'est à dire des prêts à des ménages qui n'avaient ni revenus, ni travail, ni actif (*no income, no job or assets*).

- 50 Au centre d'une telle démarche, il y avait la logique de l'inflation immobilière continue qui, dopée par les crédits *subprimes*, ne semblait pas avoir de limites. Tant que le collatéral gagnait en valeur, l'institution émettrice du crédit était assurée contre les défauts de paiement. Et cette configuration a longtemps été celle qui prévalait sur le marché immobilier puisque, pendant toutes les années 2000, les trois indicateurs habituels à savoir le prix d'achat (neuf et ancien), le permis de construire et les mises en chantier sont inscrits dans une dynamique positive. Les prix s'accroissent dans le neuf de 42% entre 2000 et 2006, et 45% pour la même période dans l'ancien.
- 51 Les permis de construire suivirent la même trajectoire puisque le nombre accordé s'est apprécié de 15% entre 2000 et 2006. Au niveau des mises en chantier, le taux de progression était de 19% (tableau 2). Ainsi avons-nous un marché immobilier dans une forte dynamique positive que rien ne semble contrarier. Sans doute faut-il estimer que la rapidité de la relance après la crise de 2000 a accru la myopie sur le degré des risques incorporés dans les crédits, ce qui a alimenté une bulle immobilière qui ne s'est que très légèrement dégonflée en ce qui concerne les volumes de transactions et n'a signifié qu'une pause de l'accroissement des prix (cf. tableau 2).
- 52 Cependant, même si la valeur des hypothèques prenait suffisamment de valeur pour mettre à l'abri des prêteurs de tout défaut de paiement de la part des ménages, il n'en demeure pas moins que les conditions pour que le système soit considéré comme financièrement fragile étaient réunies. En effet, les prêts *non primes* représentent la moitié des prêts accordés à la fin du second semestre 2006 avec une relative importance des prêts *subprimes* dans ces derniers. Dans pareil cas, le retournement de la conjoncture devient de plus en plus probable, le resserrement des conditions de financement pouvant en être le détonateur.

Tableau 2
Evolution de quelques variables fondamentales du marché immobilier américain

année	Prix d'achat single family		permis de construire		mises en chantier		ventes		taux de vacance	
	nouv	ancien	single	multi	single	multi	nouv	ancien	vente	locatif
1995	208 693	135 138	997	335	1 076	278	667	3 519	1,5	7,6
1996	208 073	136 600	1 070	356	1 161	316	757	3 797	1,6	7,8
1997	206 029	138 847	1 062	379	1 134	340	804	3 964	1,6	7,7
1998	207 979	143 930	1 188	425	1 271	346	886	4 465	1,7	7,9
1999	214 070	148 067	1 247	417	1 302	339	880	4 649	1,7	8,1
2000	215 075	153 283	1 198	394	1 231	338	877	4 603	1,6	8,0
2001	215 486	160 837	1 236	401	1 273	329	908	4 735	1,8	8,4
2002	221 663	168 951	1 333	415	1 359	346	973	4 974	1,7	8,9
2003	228 971	176 239	1 461	428	1 499	349	1 086	5 446	1,8	9,8
2004	240 667	189 753	1 613	457	1 611	345	1 203	5 928	1,7	10,2
2005	250 641	207 010	1 682	473	1 716	353	1 283	6 180	1,9	9,8
2006	254 423	218 485	1 378	461	1 465	336	1 051	5 677	2,4	9,7
2007	247 900	217 900	980	419	1 046	309	776	4 939	2,7	9,7

sources: US Census Bureau, Mai 2008 permis de construire, mises en chantier et ventes en milliers de dollars

- 53 Par ailleurs, l'accent doit être mis sur le rôle de la titrisation dans l'emballement immobilier. Présente dans l'explication du gonflement de la bulle mais aussi dans celle de la contagion (nous reviendrons sur cet aspect dans la troisième section), la titrisation, par la profonde transformation du métier bancaire qu'elle permet, a augmenté la propension des institutions financières à faire des crédits de plus en plus risqués. En effet, la titrisation a permis une transformation de l'activité bancaire en une activité où celui qui fait le crédit n'est pas celui qui en porte le risque. C'est la substitution du modèle « *originate to hold* » par celui du « *originate to distribute* » (Kregel, 2008). Autrement dit, l'établissement qui est à l'origine de la titrisation n'a pas à s'acquitter de provisions en capital ni à utiliser ces ressources dans de nouveaux

crédits. Cette réinvention du métier bancaire est à l'origine de mécanismes pervers que nous allons analyser.

54 Alors que dans le modèle « *originate to hold* » les établissements financiers sont tenus de mobiliser une partie de leur capital sous forme de réserves obligatoires, dans ce modèle-ci, ils se contentent, par le dit processus, de se défausser sur un autre investisseur dont l'aversion au risque est moins grande et la soumission à une régulation prudentielle plus lâche voire inexistante. L'examen des proportions dans lesquelles les prêts *subprimes* ont été titrisés permet de saisir leur importance sur l'emballage des crédits *subprimes* (tableau 3). Le taux de titrisation est calculé comme le ratio entre le montant total de dollars titrisés sur le nombre de dollars émis en contrepartie de prêts hypothécaires chaque année. Le tableau ci-après permet de voir que de 2001 à 2005 la part des prêts titrisés est passée de 54,1% à 74,8% marquant une progression continue tout au long des années 2000. Cette titrisation s'est en fait accélérée depuis 1995 (elle se montait alors à 30%).

Evolution de la part des prêts subprime titrisés						
Année	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Subprime share	7,8	7,4	8,4	13,5	21,3	20,1
securitized share % of subprime loans	54,1	62,9	61,1	75,7	76,3	74,8

Source: Mortgage Market Statistical Annual 2007

(Chomsisengphet et al. 2006).

55 Il devient aisé de comprendre pourquoi les institutions financières à l'origine des prêts risqués, ne portant pas le risque final, ont démultiplié à l'envi les opérations de crédit douteux, comme le signalent Aglietta et Rigot (2009) en rappelant l'étude de l'université de Chicago menée par Milan et Sufi (2008) qui montre que « *les territoires qui ont connu la plus forte expansion des crédits titrisés de 2001 à 2005 sont ceux où les taux de défaut ont le plus progressé de 2005 à 2007* » (p. 36). La titrisation contribua ainsi à la conjoncture favorable du marché immobilier en toute légalité puisque les banques continuaient à respecter les minima de fonds propres au regard des opérations de crédits inscrites dans leur bilan.

56 Est ainsi décrite de part en part une configuration de fragilité financière que l'euphorie immobilière a rendue possible. En effet, des ménages de moins en moins solvables ont accédé à des crédits hypothécaires qui ont augmenté la demande de logement et inscrit les valeurs immobilières dans une dynamique haussière. Réconfortées par des collatéraux qui prennent de la valeur, les institutions financières ont continué à prêter et les ménages à emprunter et à consommer davantage. Ce qui paraissait peu probable aux acteurs du marché allait pourtant se produire à la fin du premier semestre 2006. Les enchaînements qui relient le boom des crédits *non prime* à une crise économique mondiale par le fait de leur titrisation sont aujourd'hui identifiés. D'une part, le caractère central qu'il faut attribuer à notre avis au relâchement de la barrière orthodoxe dans la fragilisation financière menant à la crise. D'autre part, l'hypothèse qu'avance Minsky quant au rôle de la titrisation dans la globalisation financière qu'implique l'étape actuelle du capitalisme des « *money mangers* ». Cette interprétation permet de préciser les causes structurelles, inscrites dans la longue durée, qui définissent la crise actuelle comme une crise du mode de répartition, tel qu'il est dirigé par la finance dans cette forme nouvelle de capitalisme. Les retournements des positions de principe concernant l'action de la Fed et la relance par voie budgétaire soulignent bien sûr l'intérêt des conclusions normatives de l'analyse financière de Minsky quant à la « *Big Bank* » et au « *Big Government* », même si la conclusion qu'on tire ici sur la nature de la crise en s'inspirant de son analyse ne garantit pas que cela suffise à éviter qu'elle se reproduise.

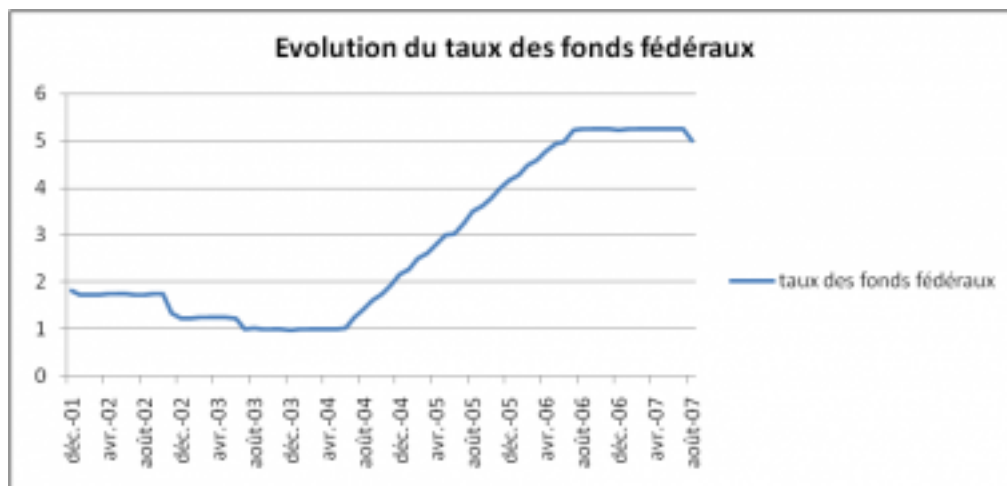
3. De la tourmente financière à la crise économique

57 L'éclatement de la crise en août 2007 clôt un cycle économique commencé fin 2002 après l'explosion de la bulle internet. Depuis août 2007 jusqu'au moment où ces lignes sont écrites,

plusieurs moments-clés se sont déroulés, notamment les difficultés de mastodontes publics ou privés de la Finance et de l'immobilier tels que Bears Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG. L'analyse de ces événements permet d'isoler trois grands moments de la crise dans sa dimension financière et bancaire : le début de la crise (août 2007), le sauvetage de Bear Sterns (mars 2008) et la faillite de Lehman Brothers (septembre 2008) qui marque un tournant notamment sur les marchés financiers. Ces trois moments d'inégale influence sur la tournure que va prendre la suite des événements ne sont que les conséquences du retournement qui s'est produit dans le secteur immobilier. En effet, à partir du moment où la progression continue des prix dans l'immobilier a cessé d'être effective, les ménages ont eu des difficultés à renégocier leur emprunt, à rembourser. Les taux de défaut explosèrent et, de ce fait, il en fut de même des saisies. La dynamique vertueuse pendant le boom se transforme en processus cumulatif de déflation des actifs. Le retournement de la conjoncture démontre les deux conditions énoncées dans le modèle de Minsky, de même que la propagation de la crise démontre la pertinence de son analyse de la titrisation, mais le débat actuel sur les conditions de rétablissement du crédit pose sans doute la question du « *can it happen again ?* » de façon plus complexe que Minsky ne le soupçonnait, étant donnés les enjeux sociétaux et internationaux qu'il avait pourtant été l'un des premiers à mettre en avant.

3.1. Le retournement de la conjoncture

58 Dans un marché immobilier dominé par des prêts *non prime*, en suivant Minsky, deux conditions peuvent être identifiées comme nécessaires et suffisantes pour garantir sa stabilité : la non augmentation du taux d'intérêt et la progression positive des prix dans l'immobilier. Avec l'une de ces deux conditions le marché peut continuer à fonctionner. Tant que les prix évoluent à la hausse, les niveaux de taux d'intérêt élevés peuvent être contrebalancés par la valorisation plus importante des collatéraux des prêts. Symétriquement, une baisse des prix (toutes proportions gardées) peut ne pas impliquer de façon irrémédiable une insolvabilité des emprunteurs tant que les taux d'intérêt restent à des niveaux modestes. Mais si les deux conditions ne sont plus réunies, la stabilité du système est menacée par une crise inéluctable. La crise des *subprimes* est effectivement déclenchée par la remise en cause de ces deux conditions. Précisons comment la hausse du taux d'intérêt de la Federal Reserve finit par entériner le retournement de la bulle immobilière.



Source : Fed

59 La faiblesse des taux d'intérêt qui a encouragé les ménages américains à s'endetter à taux variable a été très vite remise en cause par la politique monétaire restrictive de la Réserve Fédérale. En effet, il y a eu 17 réévaluations successives du principal taux directeur, qui l'ont fait passer de 1% à 5,25% entre 2004 et 2006. La hausse des taux d'intérêt a

entraîné un renchérissement des annuités d'emprunt des ménages qui n'ont plus pu faire face aux échéances. Tant que ne sont concernés que des emprunteurs isolés, leur défaut de remboursement ne pose pas problème puisqu'il peut être couvert par des politiques de gestion du risque adoptées par les créiteurs. Mais dès qu'il y a une part de plus en plus importante de financements *Ponzi*, la couverture devient moins évidente et le risque de défaut, s'il est concrétisé, menace la solvabilité des institutions financières. Vu la titrisation croissante des crédits, c'est tout le système bancaire qui sera pris au dépourvu, comme on le montre dans la sous-section suivante.

60 Cependant, malgré le changement de politique monétaire de la Fed dès 2004, les premières difficultés ne se sont fait ressentir qu'à la fin du deuxième trimestre 2006. En effet, à partir de ce moment, il y eut une inflexion dans la hausse des prix et les ménages commencèrent à avoir des difficultés pour négocier de nouveaux emprunts afin de rembourser leurs prêts hypothécaires. Les conséquences allaient être sans appel.

61 Les chiffres fournis par l'US Census Bureau font état de 39 millions de ménages moyennement endettés en 2006, c'est-à-dire versant 30% de leur revenu pour régler leur emprunt hypothécaire. Le nombre de ménages sévèrement surendettés (qui consacrent au moins 50% de leur revenu au remboursement de leurs dettes) était de 18 millions. C'est dire que le nombre de ménages surendettés a augmenté de 4 millions entre 2001 et 2006 (*Joint Center for Housing Studies of Harvard, 2008*). Bien évidemment l'augmentation des taux d'intérêt n'est pas la seule explication d'une telle évolution. Si cette dernière a contribué à l'augmentation du nombre de ménages surendettés, il faudrait aussi retenir dans les facteurs explicatifs les accords d'emprunt sur des bases de moins en moins contraignantes et qui ont contribué à développer les « *low docs* », les « *no docs* » puis les « *NINJA loans* ».

62 Dans un contexte de ralentissement de la hausse des prix, il devient de plus en plus difficile de rembourser. L'euphorie laisse la place à l'accalmie puis à la panique. Fin 2007, les taux de défaut frisent les 20%, venant ainsi marquer une progression nette par rapport aux 5% de défauts enregistrés en 2005. L'explosion des faillites a suivi l'augmentation des défauts de paiement. Du deuxième trimestre 2006 à 2007, elles ont augmenté de 90% en passant d'une moyenne annuelle de 455 000 entre 2002 et 2006 à 940 000 dans le dernier trimestre 2007. En ce qui concerne les prêts *prime* à taux fixe, la progression n'a été que de 23%¹⁰. Avec l'augmentation des défauts de remboursement, le taux de saisie s'est aussi envolé faisant passer le nombre de saisies du simple au double à la fin de l'année 2007 avec un prêt hypothécaire sur 5 qui finissait en saisie (presque 1 million de saisies en 2007 et 400000 pour le seul quatrième trimestre de la même année) (*ibid.*).

63 Devant l'augmentation vertigineuse du nombre des saisies, les originateurs des *subprimes* ont vu la valeur de leurs actifs fondre, ce qui ne leur laissait plus aucune autre alternative que de déclarer faillite. Le système bancaire qui finance les originateurs de *subprime* s'est mis à essayer des pertes et a essayé de prendre des initiatives en demandant des remboursements anticipés. Le « *run to money* » devient effectif. La généralisation de la préférence pour la liquidité pendant les périodes de turbulences accélère les faillites puisque un climat de défiance se met en place. Comme cette préférence pour la liquidité devient un comportement commun, les prix dans l'immobilier tombent encore plus bas à cause de la perte de confiance que montrent les unités.

64 La crise immobilière éclate avec un resserrement généralisé du marché immobilier qui se traduit notamment par une baisse conjuguée du nombre des permis de construire et de mises en chantier. De 2006 à 2007, le premier a reculé de 30%. Si l'on s'intéresse à la variation du nombre de permis de construire par rapport aux valeurs de 2005 (année pendant laquelle il y a eu le plus de permis de construire délivrés depuis 1975), la baisse est de 41,7%. Pour ce qui est des mises en chantier, l'évolution est aussi négative même si elle est moins prononcée. Elles chutent de 14,5% entre 2006 à 2007. Par rapport à 2005, la réduction est plus marquée

puisqu'elle est de 39%. L'année 2006 marque un coup d'arrêt et le début du retournement de la croissance du marché immobilier américain qui durait depuis le début des années 1990 (voir tableau 2).

65 L'augmentation du nombre de défauts de paiement et des saisies a renforcé la dynamique baissière des prix dans le marché immobilier. Ces difficultés et la négociation de nouveaux prêts ont atténué l'enthousiasme dans le marché immobilier et fait pression à la baisse sur le prix des logements. Dans le premier trimestre 2007, le secteur immobilier a enregistré un effondrement sévère de la valeur des actifs de l'ordre de 30%. C'est la deuxième condition à la stabilité du marché qui n'est plus observée. Par conséquent, les emprunteurs *subprimes* ne peuvent pas rembourser leurs prêts parce que les taux d'intérêt sont trop élevés et la valeur des collatéraux trop faibles¹¹.

66 S'installe alors une dynamique auto-entretenu : les défauts de paiement entraînent une augmentation des saisies qui viennent accroître l'offre, il y a baisse du prix des logements qui ne permet pas aux ménages de disposer d'un collatéral à valeur suffisamment élevée pour permettre aux prêteurs de récupérer la totalité des fonds avancés. Le cercle vertueux qui avait permis la mise en place des prêts *subprime* cède la place à un cercle vicieux. Si l'impact de ces derniers sur les ménages se traduit en termes de saisies, pour les banques et autres institutions financières, il se mue en problèmes de solvabilité et de dégradation de bilans.

67 Mais comme il a déjà été souligné, c'est l'impact des défauts de paiement et des faillites sur le système financier américain qu'il sera intéressant d'analyser. Si la déflation dans l'immobilier a causé une cascade de faillites, ce n'est que le 2 Avril 2007 que la New Century Financial Corporation, le deuxième plus grand acteur originateur de prêt *subprime* aux États-Unis a annoncé son placement sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites. Les difficultés exprimées par Bear Stearns et American Home Mortgage Investment, qui se sont traduites respectivement par la nécessité de placer sous faillite deux de leurs fonds spéculatifs (16 Juillet) et d'être obligés d'annoncer qu'ils ne pourraient plus assurer des prêts immobiliers et de vendre des actifs (31 juillet), ont fini d'ébranler la confiance dans le marché de l'immobilier. Seule la Contrywide Financial Corporation, leader dans le secteur de l'immobilier, semblait échapper à cette vague de faillites.

68 D'une crise immobilière, on passe à une crise financière américaine qui allait très vite se transformer en une crise financière internationale. Au centre de cette transmission, il y a la titrisation que nous avons déjà évoquée dans la phase d'emballement du crédit immobilier. Sur ce deuxième plan de l'incidence de la titrisation dans le passage de la fragilité institutionnelle à la fragilité financière menant inéluctablement à la crise, l'analyse de Minsky est bien plus importante que l'on ne l'a laissé entendre et elle s'avère aujourd'hui précocement. Sous réserve d'inventaire, il semble bien que rares étaient, en effet, les analyses qui le soulignaient dès les années 1990.

3.2. La propagation de la crise

69 Lorsque Bear Sterns (cinquième banque d'investissement outre-Atlantique) annonce, à la mi-juin 2007, la fermeture de deux de ses Hedge Funds exposés au financement hypothécaire, peu d'observateurs saisissent l'importance de la crise rampante qui menace le système. Le 9 août, c'est la banque française BNP Paribas qui allait donner à la crise une dimension internationale en suspendant les retraits dans des fonds exposés aux *subprimes*.

70 La crise n'épargnera aucun pan du système économique. Au risque de répéter des informations connues de tout économiste ayant accompagné de près le déroulement de la crise, il est utile de résumer comment les difficultés de ménages américains surendettés et insolubles ont très vite atteint le cœur du dispositif financier entraînant une intervention des principales banques centrales. Pour essayer d'éteindre l'incendie avant qu'il ne se propage, la BCE a injecté 94,8 milliards d'euros dans le circuit bancaire et la Fed a ramené son taux directeur à 5,75% sans que cela ne suffise à enrayer le climat de défiance à l'œuvre dans le circuit interbancaire. Les

difficultés des institutions ayant émis des crédits *subprimes* se sont très vite répercutées sur les bilans des banques. L'interdépendance des bilans est ici le premier facteur explicatif de ce transfert de fragilité financière aux banques.

71 Mais c'est du fait de la titrisation que la crise des *subprimes* va atteindre tout le secteur bancaire et prendre une dimension internationale. Celle-ci permet d'expliquer comment on est passé des déboires des établissements de crédit spécialisés dans les prêts *subprime* à la faillite de Lehman Brothers, en passant par les problèmes de Fannie Mac et Freddie Mae, de Bear Sterns, sans oublier le géant de l'assurance AIG et ceux plus récents de Washington Mutual. Malgré l'importance capitale que joue le processus de titrisation dans la diffusion de la crise, si l'on suit Minsky, celle-ci ne peut être considérée comme principale cause de la crise bancaire. Elle en détermine certes l'ampleur, car c'est elle qui a nourri le boom et renforcé l'interconnexion des différentes institutions financières américaines, européennes et asiatiques. Un problème qui semblait, dans un premier temps, n'être que le dégonflement d'une bulle dans le secteur immobilier, s'est transformé en une menace sur la viabilité du système bancaire américain, puis international. Pour comprendre cela, il est nécessaire de présenter les liens qui s'établissent entre ces secteurs et de montrer le rôle qu'ont joué les titres liés aux hypothèques : MRS (Mortgage Related – Securities) qu'ils soient des Mortgage Backed Securities ou des Assets Backed Securities.

72 Le potentiel de la titrisation a été très tôt perçu par Minsky. Dès la fin des années 1980, il identifiait déjà le rôle que pouvait jouer la titrisation dans l'instabilité financière (Minsky, 1987). Même si les transactions financières n'étaient pas aussi développées qu'elles ne le sont aujourd'hui (ni en volume ni en complexité), la précocité et l'acuité de son analyse permet sous bien des aspects de saisir l'importance de la titrisation dans la crise actuelle. Au départ introduite pour partager et disséminer les risques entre les différents acteurs financiers, la titrisation est présentée par Minsky comme une innovation technique qui joue essentiellement deux rôles : « *d'une part, c'est une partie intégrante de la globalisation financière, puisque la titrisation crée des papiers financiers qui sont libérés des frontières nationales* », et elle contribue, « *d'autre part, au relatif déclin de l'importance des banques en faveur des marchés* » (*ibid.* p. 3).

73 La globalisation et la désintermédiation financières que la titrisation contribue à renforcer ont été unanimement reconnues comme des facteurs contributifs irréfutables à l'internationalisation de la crise du crédit à risque à des niveaux différents. Sans la globalisation et la désintermédiation, l'ampleur que prend cette crise ne serait sans doute pas la même. Et ceci pour essentiellement deux raisons : les mouvements de capitaux qui ont rendu possible le financement du déficit de la balance courante des États-Unis n'auraient pas agi dans les mêmes proportions dans un monde non globalisé. Si, en plus, cette crise est perçue comme une crise de surconsommation et du surendettement de la part des américains sans qu'il y ait des revenus qui puissent les supporter, il devient aisé de comprendre que la globalisation renforcée par la titrisation ait pu jouer un rôle. La deuxième raison vient du fait que les crises sont inscrites d'emblée dans un niveau global puisque les transactions financières dépassent les frontières nationales. Ce qui contribue à donner à toute crise une dimension internationale et donc à amplifier les conséquences qui seraient observées dans des économies isolées.

74 La finance directe de plus en plus présente va de pair avec une dérégulation dont l'importance dans la crise des *subprimes* est avérée. En effet, les réglementations qui portent sur la finance le sont essentiellement sur les banques, laissant de côté des pans entiers de la finance sans véritables mécanismes de régulation. Par conséquent, la désintermédiation financière, en plus de permettre l'explosion des nouvelles pratiques financières, a rendu possible l'augmentation des opérations financières risquées du fait de la déréglementation qui l'accompagne.

75 A ces deux rôles doit être ajouté un troisième déjà souligné ci-dessus : la titrisation a permis la transformation du métier bancaire en une activité où celui qui fait le crédit n'est pas celui qui

en porte le risque. L'analyse de l'impact de cette transformation sur l'emballage étant déjà effectuée par ailleurs dans la section précédente, il reste à voir son rôle dans la dissémination du risque à travers tout le système financier. Nous allons résumer ci-dessous le processus de la titrisation à la suite d'Aglietta (2008 et 2009)

76 La sensibilité au risque permet de distinguer deux types d'investisseurs : ceux qui cherchent des actifs très peu risqués même si la rémunération est moindre, et ceux qui ont une faible aversion au risque. Dans les premiers peuvent être rangées les banques de taille modeste, les compagnies d'assurance, tandis que les Hedge Funds et autres fonds de placement sont à classer dans les investisseurs du deuxième type. Le processus de titrisation qui rend possible cette distinction se déroule en trois étapes.

77 La première, le *pooling*, correspond à une opération dans laquelle des institutions publiques ou privées rassemblent un pool d'actifs pour les mettre dans une seule structure. Dans le modèle « *originate to distribute* », l'originateur vend le prêt à une troisième partie qui peut être, une agence sponsorisée par le gouvernement (« *Government Sponsored Entities* »: Fannie Mae ou Freddie Mac), une agence gouvernementale Ginnie Mae¹² ou une institution financière privée telle que Countrywide Financial, Lehman Brothers ou Bears Stearns par exemple¹³. Si le pool n'est constitué que de crédits hypothécaires, on parle de *Mortgage-Backed Securities* (MBS), s'il intègre d'autres types de crédit, on parle d'*Asset-Backed Securities* (ABS). Tant qu'il est granulaire, c'est-à-dire si les risques sont indépendants, le pool d'actifs sera stable. Par contre, si les risques dépendent d'un même facteur (dans le cas des *subprimes* la baisse des prix dans l'immobilier), le pool d'actifs s'effondre dans sa globalité en cas d'évolutions défavorables. Dans le cas de la crise des *subprimes*, c'est ce qui s'est passé à partir du deuxième semestre 2006. Le processus peut ne pas s'arrêter là, il peut y avoir agrégation des MBS ou des ABS dans un autre pool en contrepartie duquel seront émis des *Collateralized Debt Obligations* (CDO). Plus on s'éloigne de la titrisation, plus les trajectoires se complexifient et moins le détenteur final du titre a d'information sur la vraie qualité de l'actif.

78 La deuxième étape, le *offloading*, permet à la banque d'investissement de sortir les titres de son bilan et de les loger dans des *Special Investment Vehicles* (SIV) qui émettent des papiers commerciaux à court terme (*Asset-Backed Commercial Paper*) (ABCP). Le bilan de ces agents combine des actifs illiquides en contrepartie desquels il y a un passif à court terme. Or, ces structures nouvelles qui ont la même structure bilancielle que les banques ne sont pas réglementées et ne sont pas soumises à la même législation prudentielle que les banques¹⁴. C'est bien là une innovation qui, en créant des banques « hors les murs », permet aux banques traditionnelles de continuer à se livrer à des pratiques risquées sans les garder dans leur bilan et sans en assumer les conséquences (par la mobilisation de capitaux sous forme de couverture que cela aurait entraîné).

79 La troisième phase, le *tranching*, est la décomposition du pool d'actifs constitué dans la première phase en plusieurs tranches réputées être de degrés de risque différents. Les tranches constituent la contrepartie du pool et changent complètement la structuration du risque par rapport à celle du pool. Généralement trois tranches sont distinguées : tranche *equity* ou *junior*, tranche *mezzanine*, tranche *senior* par ordre de risque décroissant. La tranche *equity* est par conséquent la plus risquée et attire les Hedge Funds tandis que celle dite *senior* attire les investisseurs dont l'aversion au risque est forte. C'est dans cette phase qu'interviennent les agences de notations et le conflit d'intérêt qui peut les lier aux institutions financières. En effet, dans la relation qui lie ces deux acteurs, tout se passe comme si la poursuite des activités des premiers était dépendante de la note fournie par les seconds. Or, comme ce sont les institutions financières qui sollicitent les agences de notation pour qu'elles procèdent à leur évaluation après des activités de consulting, il devient aisé de comprendre que les notes attribuées ne jouissent pas de la plus grande transparence et ne donnent pas l'information financière qui pourrait permettre un investissement éclairé. Cette configuration crée une deuxième difficulté

qui est l'asymétrie d'information puisque la note sur laquelle se fie l'acheteur final n'est pas révélatrice de la qualité intrinsèque du titre.

80 Par ailleurs, pour Kregel (2008), le rôle des agences de notation est si important qu'il remet en cause le caractère endogène de la réduction des marges de sécurité. En effet, selon ce dernier, si les marges de sécurité ont été si faibles voire inexistantes avant le déclenchement de la crise, c'est à cause de la mauvaise évaluation de la solvabilité fournie par les agences de notation. Cette objection, bien que recevable ne nous semble décisive dans la remise en cause du caractère endogène de la transition de la robustesse vers la fragilité puisque si les agences de notation ont été si enclines à donner des notes favorables voire complaisantes c'est parce qu'elles se sont laissées grisées par l'euphorie ambiante. Dans la crise des *subprimes*, ce mécanisme pouvait tenir tant que les prix gardaient une dynamique positive, mais dès que les actifs sous jacents sur lesquels était fondé le développement de ces structures ont vu leurs prix s'effondrer, c'est toute l'architecture qui s'est trouvée menacée. De plus, cette dynamique a eu pour effet amplifiant l'évaluation par la méthode du *mark to market* des titres, qui occasionne des pertes encore plus importantes que la dépréciation réelle des actifs. Autrement dit, avec la valorisation des actifs par leur valeur de marché, les moments de stress qui accompagnent les dégonflements de bulle renforcent la tendance baissière.

81 Au total, la titrisation a introduit deux modifications majeures dans le système de financement hypothécaire : d'une part, elle a rendu possible le développement des pratiques hors-bilan échappant à tout contrôle du point de vue réglementaire et, d'autre part, elle a accru l'asymétrie d'information dans la démultiplication des intermédiaires entre le possesseur du titre final et l'émetteur initial de la dette. Ces deux éléments ont permis respectivement le développement des opérations de crédit dans la phase ascendante du cycle et la transmission de la crise au-delà des frontières étasuniennes. Par ailleurs, la titrisation s'accompagne d'une complexité de plus en plus grande des trajectoires financières qui renforcent l'opacité du circuit financier. Plus le système sera opaque, plus la contagion sera rapide puisque les titres sont renégociés et vendus facilement (leur qualité intrinsèque étant soumise à une évaluation arbitraire). C'est de cette manière que les CDO, ABS et ABCP se sont disséminés dans les bilans des institutions financières étrangères.

82 Par conséquent, la rapide propagation de la crise au-delà des frontières américaines peut être analysée comme le résultat de l'interconnexion des différentes places financières induite par la titrisation. La banque allemande IKB a très vite fait face à des difficultés et a eu besoin d'être renflouée en juillet 2007. Ensuite il y a eu les difficultés des filiales de BNP et l'on se rappelle encore des clients de Northern Rock faisant la queue devant les guichets pour retirer leur dépôt. La conséquence directe de ces faits a été le gel des fonds par les banques. Un climat de défiance s'installe dans le marché interbancaire avec une contraction de la liquidité. C'est le *credit crunch*.

83 Ainsi les difficultés des institutions hypothécaires américaines se sont-elles répercutées sur les institutions financières étrangères. Ce qui a été, dans la deuxième étape de son développement, une crise financière américaine est devenue une crise internationale qui a rendu nécessaire la coordination des principales banques centrales pour essayer de la contenir.

3.3. Is "it" happening again?

84 Dans le schéma de Minsky, si les pays développés ne connaissent plus de grandes dépressions c'est qu'ils ont su se doter de *Big Bank* et n'hésitent pas à utiliser l'arme budgétaire pour soutenir leurs économies. Toutefois, force est de constater que, si l'heure n'est pas encore à la dépression sévère et au processus de *Debt Deflation* à la Fisher, les signes de sortie de crise sont encore loin d'être clairs. Très vite, les difficultés auxquelles les banques ont eu à faire face se sont répercutées sur l'économie réelle et se sont traduites par des reculs dans l'activité économique mondiale. C'est ainsi que les pays les plus touchés ont enregistré des récessions à partir du troisième trimestre 2008. Les projections du FMI, (22/04/2009) concernant l'année

2009, tablent sur une croissance en net recul dans la majorité des pays développés. Des États-Unis à la France en passant par la Grande Bretagne, la croissance dans le monde occidental devrait être négative et atteindre $-0,2\%$. Une première depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Bien évidemment avec des différences par pays qui devraient affecter un recul du PIB de $2,8\%$ aux USA et de $4,2\%$ dans la zone euro. Pour le Royaume-Uni, la contraction devrait aussi être très forte et atteindre $4,1\%$ du PIB. Bien que ces chiffres soient à l'état de prévisions, sans doute seront-ils contestés ou renforcés par d'autres, ils révèlent une tendance qui n'est pas à la reprise avec une croissance mondiale en recul de $1,3\%$. Le commerce international devrait enregistrer un net ralentissement (de l'ordre de 11%) avec deux éléments principaux dans l'explication de cet effondrement : la chute de la demande des entreprises et la mauvaise irrigation des circuits de financement des échanges mondiaux.

85 Si la crise s'est déclarée en août 2007, c'est la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 qui a donné le départ de la spirale négative et fait vaciller les principales places financières et boursières et fait plonger le monde économique dans un état de léthargie que ni les événements politiques (les deux sommets du G 20, l'élection de Barack Obama) ni les décisions des autorités monétaires (baisse des taux directeurs, sauvetages de AIG, injections répétées de liquidité) en faveur d'un soutien à l'activité économique n'auront suffi à transformer en embellie. À partir de l'automne 2008, les tensions sur les marchés financiers se sont exacerbées rendant du coup le crédit plus rare et moins facile d'accès pour les agents économiques.

86 Au centre de cette transmission de la sphère financière à la sphère réelle, deux facteurs sont décisifs : le resserrement du crédit et l'effet richesse. Pour le dire de manière plus précise, la propagation des actifs toxiques (ces titres disséminés un peu partout sans qu'une connaissance certaine de leur qualité intrinsèque ne soit établie) couplée aux multiples faillites a contribué à nourrir la frilosité du système bancaire. La rareté du crédit, conséquence immédiate de cette torpeur dans le marché interbancaire, est venue enrayer la machine économique et a été la courroie de transmission de la crise du secteur financier au secteur réel. Par ailleurs, il faut aussi souligner le rôle qu'a joué le boom immobilier dans l'enrichissement net des ménages. En effet, l'inflation immobilière a aussi contribué à développer le crédit à la consommation. Le soutien à la demande par l'effet richesse est venu revitaliser une économie que la crise de la nouvelle économie, les attentats terroristes et les scandales financiers de 2002 avaient fini de fragiliser. Ainsi le resserrement du crédit consécutif à la fin du boom est-il venu grever de manière considérable la consommation mais aussi l'investissement.

87 La récession économique qui sévit dans le monde malgré l'intervention des banques centrales et des gouvernements est-elle la preuve de leur inefficacité ? Avec cette crise, la conclusion selon laquelle se doter de *Big Bank* et de *Big Gouvernement* permettrait aux économies occidentales de ne plus connaître des dépressions sévères peut être réaffirmée. Les plans de relance, en dépit de leur défaut de coordination, semblent être en mesure d'éviter la reproduction de longue période d'atonie comme celle qui a suivi la crise de 1929 ou celle que d'aucuns appellent la « décennie perdue » après la crise japonaise.

88 Les relances budgétaires permettent d'établir un clivage net dans le monde occidental. Les États-Unis d'où la crise est partie ont très vite mis en œuvre un plan de relance d'envergure. En Europe, les autorités semblent moins enclines à mobiliser des ressources pour relancer l'économie. Les relances y sont très modérées et le débat porte plus sur la nature, la destination du soutien (consommation ou investissement) que sur les montants. Les procédures de déficit excessif déjà lancées par la Commission contrastent avec la position tenue outre-Atlantique où le déficit devrait atteindre des niveaux record. Le traitement de la crise ne se limite pas seulement à la relance par les dépenses publiques, elle contient aussi une dimension bancaire qui prend la forme de restructurations ou de recapitalisation et de gestion des actifs toxiques.

89 Le débat sur les opérations à mener pour relancer le système bancaire est encore très vif et se polarise autour de trois voies possibles : la création d'une structure de défaisance dans laquelle

seraient stockés les actifs toxiques. Cette idée, aussi connue sous l'appellation de la *Bad Bank* ne manque pas de poser des problèmes d'ordre pratique (valorisation des actifs, capacité de ladite structure à bien gérer ces actifs,...). Une autre solution consisterait à promouvoir le crédit par des garanties publiques qui prendrait soit la forme d'une entrée de l'État dans le capital des banques en difficulté (la nationalisation étant la solution la plus radicale) soit d'une assurance sur les nouveaux crédits octroyés.

90 Cependant, souvent partagées entre urgence de court terme (remettre sur les rails le système bancaire, relancer la consommation et/ou l'investissement) et un impératif de moyen terme (renforcer la réglementation), les mesures de sortie de crise ont singulièrement manqué d'uniformité. Les vastes plans de relance, américain et chinois, contrastent terriblement avec les préoccupations des gouvernements européens. Le manque de coordination à l'échelle mondiale, qui semble pourtant être une tare au niveau monétaire et financier, n'est pas prêt de laisser la place à une vision globale des problèmes économiques (Sgard, 2002). Sans doute la perte de souveraineté qu'elle entraîne est un sacrifice que ne sont pas encore prêts à consentir les États.

91 Au total, l'intervention des États suffira peut être à empêcher l'effondrement de l'économie mondiale. Si les prévisions pour 2009 ne laissent guère de place à l'optimisme, celles de 2010 tablent sur une reprise poussive. Moins forte en Europe qu'aux États-Unis, elle devrait être la concrétisation des efforts entrepris par les gouvernements respectifs pour substituer une demande publique à la demande privée et pour remettre sur pied des institutions financières dont les bilans regorgent d'actifs risqués. Si une telle hypothèse optimiste se vérifie, elle est fortement tributaire de la solution donnée au problème des actifs « toxiques » du secteur bancaire, et il reste à savoir quelles seraient les conditions d'une reprise en termes de régulation financière. On peut, à cet égard, rappeler le rôle qu'attribuait Minsky aux institutions qui servent de « *circuit breakers* » du surendettement. Le lien qu'il établissait par ailleurs entre titrisation et globalisation et qu'il faut relier en outre aux crédits *non prime* pose la question du désendettement conditionnant la sortie d'une crise du mode de répartition du capitalisme des « *money managers* ». Ce n'est plus là seulement une question de résolution du problème des actifs toxiques et de relance budgétaire qui permettrait *in fine* de faire repartir la croissance comme en 2002. Sans doute peut-on penser que c'est là le pari non dit des gouvernements face à l'absence manifeste de volonté politique de remettre en place les « *circuit breakers* ». On se contenterait d'une meilleure surveillance de l'émergence des risques systémiques. Il y a donc tout lieu de croire qu'on se prépare seulement à éviter la propagation du prochain retournement d'une bulle. Tout semble donc se passer comme si les gouvernements avaient assumé l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky, à supposer que se vérifient les projections des conjoncturistes, que les plans de relance évitent la dépression et qu'on laisse dès lors toute latitude à un nouveau train d'innovations financières.

Conclusion

92 La lecture de la crise des *subprimes* au travers de la grille d'analyse fournie par Hyman P. Minsky permet d'asseoir l'actualité de son œuvre si l'on met en avant dans cette lecture deux éléments : le long processus de relâchement de la barrière orthodoxe et la caractérisation du rôle de la déflation salariale dans le capitalisme actuel. En plus d'être pertinente dans l'analyse positive, l'Hypothèse d'Instabilité Financière débouche sur des propositions de gestion des crises financières. La *Big Bank* et le *Big Government*, qui jouent respectivement le rôle de prêteur en dernier ressort et de soutien de l'activité économique par les déficits publics, devraient permettre d'éviter une dépression sévère comme celle qui a suivi la crise de 1929. Même si éviter une dépression sévère ne permettra pas d'échapper à la récession avec son lot de chômage et de réduction d'activité.

- 93 L'instabilité endogène du capitalisme que l'HIF postule semble avoir été encore une fois à l'œuvre venant ainsi valider par les faits le paradigme de Minsky. L'enjeu n'est pas seulement la validation empirique d'une grille d'analyse mais se trouve également dans les conclusions normatives que permet de tirer la lecture que l'HIF fait de la crise. En effet, si les crises sont inhérentes au capitalisme, il devient nécessaire et urgent de mettre en place des institutions à même de gérer les perturbations financières. On peut sans doute, à la lumière de l'analyse minskyenne qui vient d'être faite, estimer que la crise actuelle s'apparente à la grande crise des années 1930, telle que Robert Boyer avait pu l'analyser comme crise d'un mode de régulation concurrentielle qui trouverait sa solution dans un nouveau mode de répartition consacrant la hausse des salaires en fonction des hausses de productivité comme dispositif central de la régulation économique. Dans ce cas, pour en sortir, il serait nécessaire que les mesures qui vont être prises ne se limitent pas à colmater quelques brèches (encadrer les rémunérations de tels dirigeants, interdire des pratiques amORALES etc.). Elles devraient, pour être efficaces, revenir à l'origine de la crise, à savoir le découplage abyssal entre salaires et profits, le démantèlement progressif de tout le dispositif réglementaire hérité de la crise de 1929 et la gestion de la dette américaine.
- 94 Par ailleurs, la prédominance du marché que l'orthodoxie avait fini d'imposer est remise en cause par cette crise. Avec elle, démonstration a été faite que l'hypothèse d'efficacité des marchés n'était pas pertinente pour rendre compte du fonctionnement du capitalisme financier. De plus, l'examen des causes de la crise des *subprimes* montre qu'à l'origine de cette dernière, il y a aussi la dérégulation progressive du métier bancaire, venant ainsi accréditer l'idée selon laquelle les déclarations du type « le marché sauvera le marché » ne peuvent plus être soutenues par les décideurs. Mais, ce n'est là qu'une opinion scientifique. Ainsi qu'on l'a déjà souligné, la question est sociopolitique. La grande transformation du capitalisme de l'après-guerre avait des racines proprement économiques tenant aux limites de l'autorégulation des marchés. Elles ne sont plus les mêmes aujourd'hui pour diverses raisons qui dépassent bien sûr le cadre de cet article. Tout au plus peut-on conclure à la nécessité de les étudier pour vérifier si ce qui semble être aujourd'hui le pari des gouvernements est, ou non, jouable sur le plan économique, à savoir, gérer l'instabilité financière mise en lumière par Minsky en permettant une succession d'euphories entrecoupées de crises chroniques.

Bibliographie

- Aglietta M. et Berrebi L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta M. (2008), « La crise du crédit structuré et la réforme de la régulation prudentielle », in Artus P. (dir.), *La crise financière causes, effets et réformes nécessaires*, Paris, PUF.
- Aglietta M. et Rigot S. (2009), *Crise et rénovation de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- Amable B., Barre R., Boyer R. (1997), *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, Paris, Economica.
- Arestis P. et Glickman M. (2002), "Financial Crisis in Southeast Asia : Dispelling Illusion the Minskyan Way", *Cambridge Journal of Economics*, 26, p. 237-260
- Berson David W. (2006), "Challenges & Emerging Risks in the Home Mortgage Business", presented at the National Housing Forum, Office of Thrift Supervision (December 11).
- Boyer R. (1979), « La crise actuelle : une mise en perspective historique. Quelques réflexions à partir d'une analyse du capitalisme français de longue période. », *Critiques de l'économie politique*, nouvelle série, n° 7-8, Avril-Septembre 1979, p. 3-113.
- Chomsisengphet S. Pennington-Cross A. (2006), "The Evolution of the Subprime Mortgage Market", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February, 88 (1), p. 31-56.

- Davidson P. (2008), "Is the Current Financial Distress Caused by the Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment? Or Is it the Result of Attempting to Securitize Illiquid Noncommercial Mortgage Loans?", *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer, vol. 30, n° 4, p. 669-676.
- Dooley M., Folkerts-Landau D. et Garber P. (2003) "An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper No. 9971, September.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., et Garber P. (2004) "The Revived Bretton Woods System", Deutsche Bank, December.
- Eichengreen B. (2004), "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", NBER Working Paper No. 10497, May.
- Goldsmith R. W. (1982), "Comment", in Kindleberger, C. P. and J.-P. Laffargue (dir.) *Financial Crises : Theory, History, Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University (2008), *The State Nation's Housing*, University of Harvard.
- Kregel J. (2008), "Minsky's Cushions of Safety : Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market », Public policy brief n° 93 the Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Lavoie M. (1983), « Loi de Minsky et loi d'entropie », *Économie appliquée*, vol. 36, n° 2-3, p.287-331.
- Milan A. et Sufi A. (2008), *The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, University of Chicago Graduate School of Business, janvier.
- Minsky H. P. (1977), "A Theory of Systemic Fragility" in Altman E. I. and Sametz A. W. (dir.), *Financial Crises*. New York: Wiley, p.45-59.
- Minsky H. P. (1982), "The Financial Instability Hypothesis : Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", in Kindleberger, C. P. et Laffargue, J.-P. (dir.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, p. 13-39.
- Minsky H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New heaven, Yale University Press.
- Minsky H. P. (1987), "Securitization" Handout Econ 335A, Fall 1987, *Mimeo*, The Levy Economics Institute archives.
- Minsky H. P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", Working paper n° 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky H. P. (1993), "Schumpeter and Finance", in Biasco S., Roncaglia A., Salavati M. (dir.), *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paolo Sylos Labini*, London: Macmillan, p.70-88.
- Minsky H. P. et Whalen C. J. (1996), "Economic Insecurity and the Institutional Prerequisite for a Successful Capitalism", *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1996-1997, vol. 19 n° 2 p. 155-170.
- Orlean A. (2001), « Psychologie des marchés, comprendre les foules spéculatives » in Gravereau J. & Trauman J. (eds.), *Crises financières*, Paris, Economica, p. 105-128.
- Sgard J. (2002), *L'économie de la panique : faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte.
- Vercelli A. (2000), "Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economy" in Bellofiore R. et Ferri P. (dir.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. II, Edwar Elgar, Cheltenham, p. 33-52.
- Wray R. L. (2007), "Lessons from the Subprime Meltdown", Working paper n° 522, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Notes

- 1 Il n'existe pas une définition des institutions chez Minsky, elles sont approchées par les fonctions qu'il leur attribue.
- 2 Expression empruntée à Arestis et Glickman (2002) pour faire référence à la levée du conservatisme financier pendant la phase ascendante du cycle.

3 Nous prenons la définition de Vercelli (2000) de la fragilité financière qui la présente comme la situation dans laquelle l'importance des endettements spéculatifs et *Ponzi* sera telle que toute augmentation du taux d'intérêt mettra en difficulté la pérennité du système. Et de la considérer, en définitive, comme la propension d'un système économique à générer de l'instabilité financière. Cette définition vient ainsi répondre aux critiques comme celles de Goldsmith (1982) qui remettent en cause la non précision des définitions de concepts aussi importants que la « fragilité financière ».

4 Nous ne nous attarderons pas sur les conséquences que pourrait avoir la fin d'un tel modèle sur l'organisation du système monétaire international. Sans doute, assiste-t-on à la fin du nouveau régime de Bretton Woods qu'aurait signifié la complémentarité entre la Chine et les États-Unis (Eichengreen, 2004 ; Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2003, 2004) comme le suggèrent les revendications actuelles de la Chine d'institutionnalisation d'une unité de compte internationale basée sur un panier de devises, à l'image des DTS du FMI, proposition qui donne bien sûr une résonance nouvelle aux craintes d'une crise du dollar

5 Plusieurs crises ont éclaté depuis mais jamais aucune ne s'est transformée en menace sur le modèle économique occidental. On peut, à cet égard, souligner les railleries que soulèvent de la part de certains dirigeants des économies émergentes le traitement condescendant réservé à ces pays à qui on reprochait un modèle de capitalisme fondé sur le copinage et la corruption.

6 Nous utilisons ici ce terme d'originateur (en anglais *originator*) pour faire référence aux institutions financières à l'origine des prêts *subprimes*.

7 Minsky identifie trois types de structure d'endettement : *Hedge*, *Speculative* et *Ponzi*. Les unités *Hedge* présentent des garanties de remboursement qui leur permettent de faire face à leurs engagements. Les *Speculative* ne peuvent faire face qu'aux charges d'intérêt tandis que les *Ponzi* ont des difficultés à faire face aux charges d'intérêt. Il ressort de cette taxonomie que seules les unités *Hedge* présentent une stabilité. Les deux autres sont fortement dépendantes des évolutions des conditions de financement.

8 Pour Alternative A-Paper. Catégorie d'emprunts hypothécaires moins risquée que les prêts *subprime* mais considérée pour différentes raisons comme des prêts ne pouvant être classés dans la liste des *non prime*.

9 Dans les prêts « 2-28 » par exemple, le reset sera la revalorisation du taux d'intérêt après la deuxième année.

10 National Delinquency Survey, Mortgage Bankers Association, "National Delinquency Survey," (2nd Quarter 2007).

11 Le taux de vacance des logements neufs réservés à la vente est passé de 1,9 à 2,4 entre 2005 et 2006, atteignant même une valeur record de 2,7 en 2007. Pour la location, l'évolution est moins marquée à partir du retournement de la conjoncture dans le secteur immobilier.

12 Le rôle joué par ces deux types d'institutions (Ginnie Mae et GSEs) est différent dans la mesure où Ginnie Mae assure la garantie des prêts émis par des institutions fédérales telles que *Federal Housing Administration* et le *US department of Veteran Affairs* tandis que les GSEs sont acheteurs des hypothèques de bons emprunteurs (dont l'historique de crédit n'est pas très chargé et disposant de possibilités de remboursement).

13 En 2006, année de dégonflement de la bulle immobilière, 4% des MBS était émis par Ginnie Mae, 40% par Fannie Mae et Freddie Mac et 56% par les institutions privées.

14 D'où l'importance du rôle joué par les assureurs qu'ils soient des *monolines* qui accordent des garanties aux investisseurs ou des banques qui assurent la liquidité. En effet, pour se prémunir contre une chute de la valeur des actifs qu'ils détiennent, les véhicules souscrivent des assurances auprès de ces monolines.

Pour citer cet article

Référence électronique

Samba Diop, « La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky », *Revue de la régulation* [En ligne], n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 10 juin 2009. URL : <http://regulation.revues.org/index7510.html>

À propos de l'auteur

Samba Diop

CRIISEA, université de Picardie Jules Verne, Pôle universitaire Cathédrale, 10, Placette Lafleur BP 271680 027 – Amiens Cedex. samba-diop@hotmail.com

Droits d'auteur

© Tous droits réservés

Résumé / Abstract

Cet article présente l'Hypothèse d'Instabilité Financière (HIF) et essaie de montrer sa pertinence dans l'interprétation de la crise financière actuelle. Il montre qu'elle permet d'identifier deux causes structurelles: la déflation salariale et la fragilisation institutionnelle et qu'à coté de ces dernières, il est possible de mettre en avant des causes conjoncturelles dans l'interprétation de la crise : la titrisation, et les prêts non prime. Aussi, l'article tente-t-il de faire l'analyse de la crise des *subprimes* dans sa dimension financière (par la répercussion des difficultés des ménages américains sur les bilans des institutions financières et par la titrisation) et réelle (par l'effet richesse et l'intégration des sphères financière et réelle qu'elle assume dès le départ).

Mots clés : subprime, Minsky, crise financière

the american subprime crisis: a minskyan analysis

This article presents Minsky's Financial Instability Hypothesis (FIH) and tries to demonstrate its relevance in the explanation of the current financial crisis. It shows that two fundamental causes can be distinguished: wage deflation and institutional weakening. Beside these causes, there are the secondary ones that recapitulate securitization and the non prime loans. Then, it makes possible the analysis of the *subprimes* crisis in its financial (through the impacts of the households' difficulties on the financial institutions' balance sheets and the securitization) and real dimensions (through the wealth effect and the integration of the real and financial spheres it implies).

Keywords : Financial crisis, subprime, Minsky

ndla : JEL Classification : E32, G21, E12L'auteur tient à remercier toutes les personnes qui ont débattu avec lui des questions abordées ici et tout particulièrement Jaime Marques-Pereira, Joseph Halévi, Jorge Guadalupe, Juan Pablo Sandoval, Gildas Bondi ainsi que les rapporteurs anonymes pour leurs commentaires constructifs sur une première version de cet article. L'auteur reste, comme il est d'usage, seul responsable des erreurs commises.