

Les Possibles — No. 16 Printemps 2018

Minsky, théoricien de l'instabilité financière

mardi 28 juin 2016, par Plihon Dominique

La récurrence des crises financières dans le capitalisme contemporain a redonné vigueur aux analyses de John Maynard Keynes et de ses disciples, qu'il s'agisse de Charles Kindleberger et de son approche historique des crises [1], de John Kenneth Galbraith et de son interprétation de la crise de 1929 d'une grande actualité [2], ou de Hyman Minsky, dont l'hypothèse d'une instabilité financière intrinsèque du capitalisme apparaît aujourd'hui d'une grande pertinence. À ce sujet, la publication récente d'une version française du principal ouvrage de Minsky, *Stabiliser une économie instable*, apparaît particulièrement bienvenue [3].

Fils de deux militants socialistes, Minsky a rédigé sa thèse sous la direction de Joseph Schumpeter et de Wassily Leontief, dont les visions globales du capitalisme eurent une grande influence. Ses nombreux travaux (une centaine d'articles) et son livre majeur « *Stabilizing an Unstable Economy* », publié en 1986, eurent un certain retentissement aux États-Unis. Ses séminaires à l'Université de Berkeley, auxquels participaient des banquiers, lui permirent d'élaborer sa fameuse « hypothèse d'instabilité financière ».

Un schéma d'analyse très keynésien

Pour développer sa théorie de l'instabilité économique et financière, Minsky a fait un double emprunt au cadre théorique proposé par Keynes. Minsky s'est inspiré, d'une part de la théorie de l'investissement et du cycle économique, présentée dans le chapitre 12 de la *Théorie générale* de Keynes, et d'autre part de la théorie des actifs financiers et des immobilisations du chapitre 17. Dans la mesure où elles sont prises dans des conditions fondamentalement incertaines, les décisions d'investissement sont sources de cycles économiques et d'instabilité. Des vagues successives d'optimisme et de pessimisme affectent la quantité globale de l'investissement, qui va déterminer à son tour le niveau global de la production et de l'emploi, à travers l'effet multiplicateur.

La contribution de Minsky a été d'ajouter à la théorie de l'investissement et du cycle de Keynes sa propre théorie du financement de l'investissement. Selon Minsky, qui reprend à son compte la vision pessimiste de la finance de Keynes, l'instabilité des marchés financiers est endogène, en d'autres termes inhérente au comportement des acteurs financiers et des entreprises. Le principal mécanisme qui pousse l'économie capitaliste vers l'instabilité financière et vers les cycles économiques est l'accumulation de la dette par les entreprises. Minsky distingue trois types de comportements en ce qui concerne le financement des investissements : (1) le financement couvert (*hedge financing*) dans lequel le paiement des intérêts et du principal de la dette est couvert par le

rendement attendu de l'investissement ; (2) le financement spéculatif (*speculative financing*), où le rendement anticipé de l'investissement ne couvre que le paiement des intérêts, la dette étant constamment reconduite ; enfin (3) le financement à la Ponzi (*Ponzi financing*), où les revenus de l'investissement ne permettent même pas de couvrir les charges d'intérêt, la survie du projet dépendant de la possibilité de s'endetter encore plus, ou de vendre des actifs. Le terme « Ponzi » vient du nom de l'escroc (un précurseur de Madoff ...) qui, dans les années 1920, a ruiné des épargnants bostoniens en leur proposant des rendements exceptionnels fondés sur un système de financement par cavalerie.

Le fonctionnement des marchés est tel que les perspectives de gains financiers attirent inévitablement des acteurs spéculateurs et Ponzi, ce qui accroît la probabilité de crise. C'est exactement ce que Keynes voulait dire au chapitre 12 de sa *Théorie générale*, en écrivant : « lorsque l'organisation des marchés se développe, l'activité de spéculer l'emporte sur l'activité d'entreprendre ».

L'hypothèse d'instabilité financière

Cette hypothèse, qui est au cœur de la théorie de Minsky, peut se formuler ainsi : le système financier est caractérisé par un mouvement alterné de phases de stabilité et d'instabilité du fait des interactions entre les différents types de comportements financiers. Ces basculements sont à l'origine des cycles économiques, c'est-à-dire des phases successives d'expansion et de récession. Dans la phase ascendante du cycle, le financement couvert l'emporte. Mais, l'activité se développant, la vigilance privée et publique se relâche, l'endettement s'accroît, finançant des projets de plus en plus spéculatifs. La montée de la spéculation et de l'endettement engendre des risques de hausses de prix importantes, ce qui amène les autorités monétaires à lutter contre l'inflation par une politique restrictive. C'est alors que les unités spéculatives sont fragilisées et deviennent de type Ponzi. Celles-ci sont amenées à emprunter pour rembourser leur dette passée et pour payer leur

charge d'intérêt. Puis, elles commencent à vendre leurs actifs pour se financer, ce qui engendre une baisse des prix de ces actifs. Une défiance généralisée s'installe alors sur la valeur des actifs, ce qui entraîne un risque d'effondrement des marchés. La seule solution est alors une intervention en urgence de la banque centrale, agissant en tant que prêteur en dernier ressort, pour apporter au marché la liquidité dont il a besoin.

L'actualité de l'analyse de Minsky

L'histoire économique contemporaine semble corroborer l'hypothèse d'une instabilité fondamentale de la finance proposée par Minsky. On constate en effet que l'économie mondiale a été frappée, depuis le dernier quart du XX^e siècle, par une succession quasiment ininterrompue de crises financières. Les pays capitalistes vont de bulle en bulle : ainsi, à la bulle boursière qui conduisit au krach spectaculaire de 1987, ont succédé la bulle internet qui implosa en 2000, puis la bulle immobilière du début des années 2000, suivie de la bulle sur les matières premières à partir de 2007. Ces bulles s'enchaînent les unes aux autres à mesure que la spéculation se développe et dégénère en finance Ponzi. Enron, WorldCom, Vivendi-Universal... sont les acteurs Ponzi de la bulle internet, tandis que Bear Stearns, AEG et Lehman Brothers, qui ont également fait faillite, sont les acteurs Ponzi associés à la bulle immobilière du début des années 2000.

Une des intuitions majeures de Minsky, qui s'est encore vérifiée récemment, est que l'accumulation de la dette joue un rôle central dans le processus d'instabilité et de crises financières. C'est parce que les ménages américains ont contracté une dette excessive et sont devenus insolvable que la crise financière des *subprimes* a éclaté en 2007. L'originalité de cette crise, par rapport au processus d'instabilité financière décrit par Minsky, est que ce sont les ménages (et non les entreprises) qui ont été à l'origine de la crise de la dette à partir de 2007. Les ménages américains ont été victimes d'agents Ponzi (les banques et les courtiers) qui les ont incités à s'endetter au-delà de leurs capacités.

Plusieurs facteurs ont favorisé ces comportements d'endettement excessif et ce processus de crise. D'abord, la libéralisation financière a amené les autorités américaines à supprimer les règles qui protégeaient les ménages contre le surendettement. Ensuite, les stratégies de maximisation des profits des intermédiaires financiers ont amené ceux-ci à proposer de nouveaux produits financiers qui se sont révélés très pervers. C'est le cas des prêts rechargeables à taux variables, qui mettent en difficulté les emprunteurs dès qu'il y a une hausse non anticipée des taux d'intérêt.

Enfin, la Fed – la banque centrale américaine – s'est comportée exactement comme le prévoit Minsky dans son schéma d'analyse. Celle-ci a augmenté brutalement ses taux directeurs à partir de 2004, pour essayer de freiner la montée de la dette et la hausse des prix immobiliers. Résultat : les ménages américains

ont été pris à la gorge par la hausse de leurs charges financières indexées sur les taux d'intérêt. Les plus modestes sont devenus insolvable. Leurs maisons ont été mises en vente pour permettre aux banquiers d'être remboursés, ce qui a provoqué l'implosion de la bulle immobilière.

L'un des domaines dans lesquels Minsky a également fait avancer l'analyse économique concerne le rôle central des innovations financières dans les processus de crise. Ses conclusions, à ce sujet, étaient que l'un des objectifs des innovations mises en place par les institutions financières est d'échapper au contrôle des autorités monétaires. Cette analyse apparaît particulièrement adaptée à la crise des *subprimes*, dont l'un des rouages principaux a été la titrisation des créances, innovation financière majeure. L'un des objectifs de la titrisation est de permettre aux banques de vendre leurs créances sur les marchés, et donc de réduire les fonds propres requis par la réglementation prudentielle. L'émergence et l'expansion récente du *shadow banking system* (banque de l'ombre) en marge du système bancaire régulé, innovation institutionnelle liée à la titrisation, s'inscrit également dans cette logique décrite par Minsky, selon laquelle les innovations financières permettent de desserrer l'étau des contraintes réglementaires. La récurrence de crises financières de plus en plus graves peut être analysée comme la conséquence de l'affaiblissement des régulations publiques, dont les innovations financières sont l'une des causes. Dans un livre prémonitoire publié en 1982, « *Can it happen again ?* » (Cela peut-il arriver à nouveau ?), Minsky s'interrogeait sur la possibilité d'une nouvelle crise comparable à celle des années 1930, du fait notamment des innovations financières et de l'affaiblissement des régulations publiques [4].

Le deuxième théorème de Minsky

En fidèle disciple de Schumpeter qui s'intéressait aux cycles longs du capitalisme, Minsky a développé une approche à long terme du processus d'instabilité financière, parfois qualifiée de deuxième théorème d'instabilité financière. Ce second théorème est souvent ignoré des économistes. Or, il jette un éclairage intéressant sur la crise qui a débuté en 2007.

L'idée de départ est simple : lorsque les économies capitalistes connaissent des phases d'expansion longues, les déséquilibres et l'endettement deviennent très importants, et la phase d'ajustement est alors très violente. Exprimé autrement : les cycles économiques courts (de quelques années seulement) sont utiles pour assainir les économies, dans la mesure où chaque phase de ralentissement permet d'éliminer les unités les plus fragiles (en particulier les acteurs Ponzi). Moins les ajustements sont nombreux, plus ils sont profonds.

Or que constate-t-on ? Pendant deux décennies, à partir des années 1980 jusqu'à la crise de 2007, les principales économies (en particulier les États-Unis comme le montre le graphique) ont connu une phase de croissance particulièrement longue, avec seulement deux épisodes de ralentissement, au début des

années 1990 et des années 2000. Ce qui contraste fortement avec les décennies antérieures qui avaient été caractérisées par des cycles beaucoup plus courts et fréquents.



Cet épisode de stabilité durable a été qualifié de « Grande modération », en raison de la croissance économique régulière et de l'inflation faible qui caractérisaient alors les économies avancées. Les économistes orthodoxes ont expliqué cette atténuation des cycles conjoncturels par des politiques économiques (monétaires et budgétaires) devenues durablement accommodantes. Ainsi, on a assisté à une baisse spectaculaire des taux d'intérêt (nominaux), favorisée par les banques centrales depuis la fin des années 1980 à mesure que l'inflation ralentissait dans la plupart des pays. Mais symétriquement, stimulé par la baisse des taux d'intérêt, le niveau d'endettement des ménages a fortement augmenté, passant d'environ 35 % à 85 % du revenu disponible dans les pays de l'Union européenne de 1980 à 2005, comme le montre le graphique suivant.

Exprimée en pourcentage du revenu disponible, la dette des ménages a doublé en France et aux États-Unis de 1975 à 2006, à la veille de la crise ; avec un taux d'endettement pratiquement deux fois plus élevé aux États-Unis qu'en France, comme l'indique le tableau ci-dessous.

Dette des ménages en % du revenu disponible (Source : OCDE)

	1975	2006
États-Unis	62	127
France	33	68

Ce deuxième théorème de Minsky a donné lieu à une interprétation originale de la crise qui a débuté en 2007. La gravité de celle-ci serait la conséquence de la phase exceptionnellement longue d'expansion des années 1990-2000 qui a vu s'accumuler des déséquilibres qui n'ont pas été corrigés, et en particulier l'accumulation d'une dette excessive des ménages. Lorsque les économies connaissent des phases d'expansion longues, se mettent en place des comportements optimistes, socialement construits donc largement répandus, qui tendent à sous-estimer les risques et conduisent inévitablement à des structures financières très fragiles. Ainsi s'explique la brutalité du retournement de l'économie au moindre choc, par exemple suite une hausse des taux d'intérêt décidée par les autorités monétaires.

Cette analyse a donné naissance aux expressions de « paradoxe de tranquillité » et de « moment de Minsky ». Le paradoxe vient de ce que, c'est pendant les périodes de stabilité économique et monétaire, telles que l'épisode de la Grande modération, que se préparent les crises financières. Car, pendant ces épisodes de stabilité apparente, les agents économiques devenus trop confiants sont incités à prendre des risques excessifs, ce qui crée les conditions d'une crise financière.

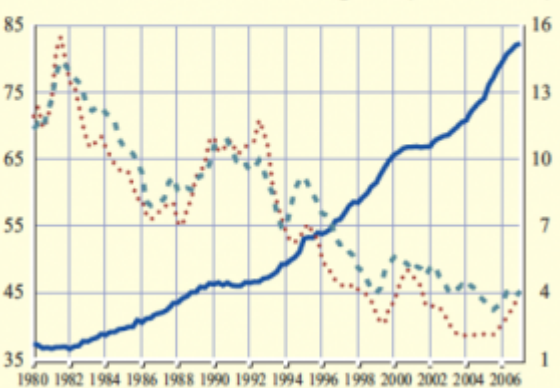
Rejetée par la plupart des économistes lorsqu'elle a été proposée par Minsky dans les années 1980, cette analyse est aujourd'hui largement admise. Les économistes post-keynésiens ont ainsi montré récemment l'existence d'un « paradoxe de crédibilité », directement inspiré de « [paradoxe de tranquillité](#) » : c'est parce que la politique monétaire inspirait confiance et crédibilité pendant la période de la Grande modération que les agents économiques et financiers ont été amenés à sous-estimer les risques. En d'autres termes, la stabilité monétaire du début des années 2000 serait à l'origine de la crise financière de 2007 ! Cette analyse a eu d'importantes conséquences opérationnelles, car elle a contribué à remettre en cause le dogme monétariste de la séparation des politiques de stabilité monétaire et de stabilité financière. Les banques centrales ne peuvent plus se désintéresser des conséquences de la politique monétaire sur la stabilité financière [5].

Il faut enfin signaler une autre conclusion importante, et d'une grande actualité, de l'analyse de Minsky, qui conduit également à une remise en cause de la politique monétaire orthodoxe : pour assurer la stabilité financière, les autorités ne peuvent plus se contenter de réguler le crédit par le seul instrument des taux d'intérêt. Celles-ci doivent mettre en œuvre une réglementation financière stricte. Et les États doivent aussi négocier leur aide

Graphique 7 Ratio dette sur revenu disponible du secteur des ménages et taux d'intérêt

(en pourcentage ; en pourcentage annuel)

— Ratio dette sur revenu disponible (échelle de gauche)
 Taux d'intérêt de marché à court terme (échelle de droite)
 - - - Taux d'intérêt de marché à long terme (échelle de droite)



Sources : BCE et Eurostat

Note : La dette du secteur des ménages se rapporte aux encours du total des prêts des IFM aux ménages.

aux banques contre un rôle actif – voire un contrôle public – du secteur financier. C'est bien en ces termes que se pose aujourd'hui la question de l'avenir du système financier.

Pour conclure, s'il est indubitable que les travaux de Minsky ont apporté un renouvellement de l'analyse de l'instabilité financière, particulièrement bienvenu dans la période actuelle, il apparaît toutefois que le cadre théorique post-keynésien de Minsky souffre d'une limite importante, qui est de cantonner l'analyse de l'instabilité principalement dans la sphère

financière. Or, il est clair que les racines des crises financières se trouvent dans le fonctionnement et les structures du capitalisme. Ainsi, la montée de la dette des ménages et de l'État, au cœur de la crise financière actuelle, est-elle directement liée au partage salaires-profits et aux inégalités inhérents au capitalisme financier. Dans ces conditions, le renforcement de la régulation financière prônée par Minsky constitue une condition nécessaire, mais non suffisante, d'une lutte efficace contre l'instabilité financière.

Notes

[1] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éditions PAU, 1994.

[2] John Kenneth Galbraith, *La grande crise de 1929 - Anatomie d'une Catastrophe financière*, Payot, 2011.

[3] Hyman P. Minsky, *Stabiliser une économie instable*, Les Petits Matins, 2016.

[4] Hyman P. Minsky, *Can "it" happen again ?, Essays in instability and finance*, Routledge, 1982.

[5] Jean-Paul Betbèze, Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran, Dominique Plihon, *Quelles leçons de la crise pour les banques centrales ? Débat autour d'une refondation de leurs missions*, La Documentation française, 2012.