

## **INTRODUCTION**

Auteur de «Stabiliser une économie instable» (1986) il présente l'économie comme instable intrinsèquement, soit un système avec un «changement [...] radical du comportement global» (H.Minsky ,1986) et la conçoit à travers une vision cyclique passant d'une phase stable à instable, solide à fragile, d'un boom à une dépression de l'économie, de l'euphorie à la panique, du paradoxe de la tranquillité au «moment Minsky». Les travaux de H.Minsky sur l'instabilité financière expliquent les problèmes auxquels fait face le capitalisme actuel, et la crise a réhabilité ceux-ci. H.Minsky écrit principalement sur le cas américain, l'on peut aussi aussi analyser l'Europe des années 2000 avec son cadre de pensée.

### **I. Qui est Minsky, de qui s'inspire-t-il et dans quelle vision économique s'inscrit son œuvre ?**

“L'instabilité économique trouve une autre cause, inhérente celle-ci à la nature humaine, dans le fait qu'une grande partie de nos initiatives dans l'ordre du bien, de l'agréable ou de l'utile procèdent plus d'un optimisme spontané que d'une prévision mathématique.” (Keynes, 1936). Il est important de rappeler les similitudes du projet économique et épistémique de H.Minsky avec celui de J.M.Keynes qui nous porte à croire qu'il se pose comme héritier et successeur de ce dernier.

Le projet de J.M.Keynes était de théoriser une économie où un chômage involontaire massif et persistant serait possible, car la théorie économique contemporaine ne décrivait qu'une économie de plein emploi, d'où l'appellation *Théorie générale*, pensée comme un renouvellement radical vis-à-vis de la théorie classique par l'abandon de nombreuses hypothèses structurantes. Keynes rejette également la loi de Say, se fondant sur un rejet de la conception classique de la relation entre épargne et investissement, ainsi qu'un rejet de la théorie quantitative de la monnaie, donc de sa neutralité. Minsky va imiter la démarche de Keynes. Il ne s'intéresse pas au problème du chômage involontaire, mais au phénomène de crise dans le mode de production capitaliste, qui est considéré comme une anomalie par les classiques. Il a l'intuition, par son contact avec le réel, que la finance n'est pas examinée comme il le faudrait, et son projet est de bâtir un modèle théorique capable d'expliquer d'une part le caractère normal de crise plutôt qu'exceptionnel et d'autre part, le caractère endogène de l'instabilité plutôt qu'exogène.

Selon H.Minsky, “Toute analyse économique qui a des prétentions explicatives pertinentes doit aborder les points suivants : comment le mécanisme de marché en vigueur parvient à atteindre une cohérence, en particulier dans le domaine de la production et des prix ? Comment sont déterminées les trajectoires des revenus, de la production et des prix ? Pourquoi l'économie est-elle sujette à des menaces de profonde dépression ?” Ce dernier point est important car c'est précisément ce que ne traite pas la théorie dominante.

La théorie néoclassique standard n'intègre pas de forces déstabilisantes dans sa modélisation théorique, mais seulement des forces stabilisantes, et les chocs ne peuvent être envisagés que de manière exogène. Pour penser le système capitaliste, il faut penser l'instabilité financière comme un phénomène caractéristique et normal, et non pas comme un phénomène rare, qui ne se produit que quand des conditions très particulières sont réunies. On ne peut concevoir le système capitaliste de manière adéquate sans tenir compte de l'instabilité ; elle doit être placée au cœur de l'analyse, car cette hypothèse d'instabilité implique un fonctionnement du système économique et des conclusions tout à fait différentes de l'analyse standard.

Les travaux de Minsky s'inscrivent dans la perspective du déploiement d'un cadre théorique keynésien du mode de production capitaliste. Il a pour objectif de perfectionner la théorie de J.M.Keynes par un “modèle de génération endogène des expansions et des crises” (Schalck, 2004). La dynamique des crises est appréhendée à travers les enchaînements entre crise de production et crise financière. L'économie est intrinsèquement cyclique du fait des spécificités financières de l'économie (incertitude radicale). L'hypothèse d'instabilité financière est structurée par les dynamiques internes du capitalisme, notamment la recherche du profit et l'innovation, c'est à dire par les comportements des agents face à la liquidité et face à l'endettement. Cela se traduit par des incitations à la prise de risque lors de périodes prolongées de prospérité. L'un des objectifs des innovations, pour Minsky, est de contourner le contrôle des autorités monétaires afin que les unités économiques maximisent leurs gains.

Le point de divergence fondamental avec la théorie néoclassique concerne l'existence de l'incertitude. Là où les néoclassiques rendent compte des comportements en situation de risque

(probabilisable), H.Minsky le fait en situation d'incertitude<sup>1</sup> (non probabilisable). H.Minsky reprend l'analyse de J.M.Keynes sur l'incertitude : " J'utilise le terme dans le sens où [...] il n'y a pas de fondement scientifique sur lequel on puisse formuler quelque calcul de probabilité que ce soit " (*article de 1937, J.M.Keynes*). Cette notion d'incertitude est centrale dans l'analyse minskienne dans la mesure où la valeur des entreprises dépend des bénéfices anticipés et est donc soumise à cette même incertitude. Comme la raison ne peut pas tout anticiper, alors les entrepreneurs fondent leurs actions en partie sur leurs croyances. Or, les déterminants futurs jouent un rôle plus important que les déterminants actuels. C'est en fait une reprise de l'incertitude à la Knight. De plus, la théorie keynésienne va à l'encontre du postulat classique selon lequel les dépôts font les crédits. Au niveau macroéconomique, les crédits font les dépôts, c'est à dire que les crédits sont accordés en fonction du projet et de la solvabilité de l'emprunteur. Ici encore, ce postulat est crucial pour H. Minsky, et c'est l'illusion de la solvabilité des emprunteurs qui fragilise le système financier sur le long terme.

L'héritage de Keynes s'est scindé en plusieurs courants avec des intentions et des interprétations économiques discordantes. D'un côté, à l'époque de Minsky, on retrouve les tenants de la synthèse, les néokeynésiens, issu de Hicks et du modèle IS-LM, inscrits dans la continuité de la théorie classique dominante. Il s'y ajoute aujourd'hui les « nouveaux keynésiens », assez proches. De l'autre se tiennent les tenants de la vision hétérodoxe, les postkeynésiens, qui veulent porter les principes théoriques radicaux de J.M.Keynes, en ce sens qu'ils sont, selon eux, fondamentalement incompatibles avec l'analyse classique (incertitude, endogénéité de la monnaie, structures financière...).

Minsky fait donc partie du courant postkeynésien avec entre autres Paul Davidson, Nicholas Kaldor, Joan Robinson, Michal Kalecki, G.L.S. Shackle ou encore Frank Knight. Ce courant demeure très hétéroclite malgré le commun accord sur quelques principes fondamentaux. Le rôle des institutions est essentiel dans cette approche théorique (le système bancaire et monétaire, le marché du travail, les marchés financiers et l'État). Pour eux, nos économies modernes sont des économies monétaires de production et non pas d'échange. La monnaie joue un rôle actif dans

<sup>1</sup> Le risque se caractérise par une situation dans laquelle on peut attribuer des probabilités à des événements possibles tous identifiés, alors que l'incertitude est une situation où ces probabilités sont tout à fait indéterminables et où même les événements possibles ne sont pas forcément tous connus

l'économie monétaire capitaliste de production. Elle intervient dans les décisions des acteurs économiques, et permet de lier le présent et le futur, modifiant le niveau des prix absous et relatifs, et pèse sur le rythme de l'investissement. Minsky reprend également la célèbre équation de Michal Kalecki qui énonce que le profit global est égal à l'investissement. Nicholas Kaldor a résumé l'équation de Kalecki selon l'aphorisme suivant : « Les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent et les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ». Cette vision relève d'une conception holiste de l'économie (le tout ne se réduit pas à la somme des parties), justement très postkeynésienne, qui permet de comprendre qu'un comportement peut très bien être vertueux à l'échelle individuelle (épargner) sans pour autant l'être au niveau collectif (c'est un sophisme de composition).

## **II. Quel est le modèle utilisé par Minsky pour décrire les crises financières ?**

### **1) Le modèle minskien des flux de trésoreries**

H.Minsky développe un modèle d'une économie capitaliste dont la structure financière est diversifiée et complexe. Il existe de plus de l'innovation, aussi bien financière que réelle. Le but du modèle minskien est d'analyser les relations entre obligations de paiement, flux de trésorerie anticipés et flux de trésorerie réalisés (les équations et citations qui suivront auront comme source commune l'ouvrage *L'hypothèse d'instabilité financière*, Diaphanes, 2013). H.Minsky formalise l'économie comme « une série de bilans dans lesquels les actifs génèrent des recettes monétaires et le passif énumère les obligations de paiement » (page 38). Il reprend en fait l'analyse de la *Théorie générale* sur l'investissement : “Quand un homme achète un bien de capital ou d'investissement, il achète un droit à la série de revenus escomptés qu'il espère tirer, pendant la durée de ce capital, de la vente de sa production, déduction faite des dépenses courante nécessaire à obtenir ladite production” (J.M.Keynes, 1936). En d'autres termes, Minsky reprend l'intuition courante qu'un investissement aujourd'hui permet une somme de gains dans le futur.

Nous allons utiliser la formalisation que Minsky développe dans son ouvrage. Celle-ci n'est pas difficile à appréhender, il suffit simplement de comprendre chaque étape une par une. Il nous semble que ne pas utiliser la formalisation ici risquerait de mener à des imprécisions ou des

problèmes de compréhension, car les définitions des différentes unités économiques s'inscrivent en elle.

H.Minsky appelle  $Q_1, Q_2, \dots, Q_n$  le rendement escompté de l'investissement, où chaque  $Q$  représente les flux financiers à chaque période, composés du chiffre d'affaire total amputé des dépenses courantes liées à la production.  $Q_i$  représente donc le bénéfice ou le revenu brut à la période  $i$ . La valeur de chaque  $Q$  est en fait les flux de trésorerie dont les investisseurs disposent comme bon leur semble après remboursement de la dette contractée (ainsi que des impôts, dont nous ne prendrons pas compte ici). Cependant, puisque les agents ne peuvent connaître la valeur exacte de chaque  $Q$  au moment présent, c'est-à-dire quand ils font leur investissement, ceux-ci vont essayer de les anticiper. Il existe donc un ensemble de bénéfices bruts (aussi appelés quasi-rentes) anticipés, notés  $AQ_1, AQ_2, \dots, AQ_n$ , avec  $AQ_i$  les bénéfices bruts anticipés en  $i$ . Ces bénéfices bruts doivent permettre de s'acquitter des engagements financiers pris par l'entreprise. En effet, l'investisseur s'est endetté pour réaliser cet investissement et doit donc maintenant honorer ses engagements. Minsky appelle  $PC_1, PC_2, \dots, PC_n$  la série des engagements financiers, avec  $PC_i$  l'engagement financier dont l'entreprise doit s'acquitter en  $i$ . Cette formalisation très simple de H.Minsky est le prisme au travers duquel toute son analyse de l'instabilité capitaliste est perçue. Il existe deux conditions nécessaires à la viabilité d'un investissement : il faut évidemment que la somme des bénéfices bruts anticipés soit positive, mais il faut également que cette somme soit supérieure à celle des obligations de paiements, autrement dit que la valeur actuelle nette des flux anticipés soit positive  $\sum_{i=1}^n AQ_i > \sum_{i=1}^n PC_i$ . H.Minsky décide ensuite de diviser en deux les bénéfices bruts et les engagements financiers :  $AQ(a)$  est la partie des bénéfices bruts consacrée à la déperdition et à la consommation de capital,  $AQ(y)$  le résultat net,  $PC(a)$  la valeur de remboursement du principal et  $PC(y)$  le résultat net, donc la valeur des intérêts. H.Minsky définit également la valeur d'une entreprise comme :  $E = \sum_{i=1}^n k_i (AQ_i - PC_i)$ , où  $k_i$  est un coefficient de confiance (qui représente l'incertitude dans l'œuvre de Keynes), qui est lié à la trésorerie de l'entreprise, valeur qui dépend des taux d'intérêts sur les différents actifs. H.Minsky peut à partir de ces équations définir trois types d'unités économiques :

- Les unités économiques prudentes (*hedge-finance unit*): pour tout  $i$ ,  $AQ_i - PC_i > 0$ , c'est-à-dire qu'à toute période, les bénéfices nets anticipés sont supérieurs aux engagements financiers. Les flux de trésoreries ne dépendent pas ou très peu des conditions sur le marché financier. Cela implique en contrepartie un faible volume de dette contractée.

- Les unités de finance spéculatives :  $AQ_i < PC_i$  pour  $i$  allant de 1 à  $m$ , avec  $m$  petit, et  $AQ_i > PC_i$  pour  $i$  allant de  $m+1$  à  $n$ . Cela veut dire qu'à court terme les perspectives de profits sont plus faibles que les engagements financiers d'échéance égale, mais qu'elles sont à long terme plus élevées. H.Minsky définit également les unités spéculatives telles que  $\sum_{i=1}^m AQ_i(y) > \sum_{i=1}^m PC_i(y)$  donc que sur les courtes périodes, les bénéfices nets sont supérieurs aux intérêts dans les engagements financiers. Les unités spéculatives peuvent donc s'acquitter des intérêts dus, mais n'ont pas de bénéfices suffisant pour rembourser à chaque échéance une partie du principal. Selon Hyman Minsky, « Ce genre d'entreprise ne peut honorer ses engagements financiers qu'en liquidant ses actifs monétaires ou en contractant de nouvelles dettes » (page 42). Les banques et les autres institutions financières se situent par leur nature même dans cette catégorie.

- Les unités de types Ponzi :  $AQ_i < PC_i$ , pour  $i$  de 1 à  $n-1$ , et  $AQ_i >> PC_i$  pour  $i=n$ . les engagements financiers sont supérieurs aux recettes espérées à toutes les périodes, sauf dans les périodes les plus éloignées où les perspectives de profits sont très élevées. Elles sont également définies par  $AQ_i(y) < PC_i(y)$  pour  $i$  de 1 à  $n-1$ , et  $AQ_i(y) >> PC_i(y)$  pour  $i=n$ . Les unités Ponzi sont des cas extrêmes de financement de court terme sur des positions de long terme. Les bénéfices nets ne permettent pas de rembourser les intérêts sauf à très long terme. Pour H.Minsky, « toute vente portant sur des actifs dont les frais de couverture excèdent le revenu encaissé, de telle sorte que la vente ne sera profitable que si l'actif en question prend de la valeur, est un cas de finance Ponzi » (page 44).

**Pour aller plus loin :** Cette analyse minskienne a été vivement critiquée par R.W.Goldsmith et R.Solow à la conférence de Bad Homburg, et H.Minsky admet que son analyse des « finances Ponzi » met trop en avant le côté frauduleux, alors que ces structures sont très courantes dans la structure capitaliste. H.Minsky souligne l'aspect *ex-post* du caractère frauduleux, quand la rentabilité escomptée n'a pas été atteinte, mais conserve son analyse initiale sur la dangerosité de ce type de structure quand celles-ci se généralisent à l'économie. Puisque  $PC(y)$  est la valeur des intérêts au sein des engagements financiers, celui-ci augmente bien évidemment avec le taux d'intérêt. De plus, si  $AQ_n$  est la valeur d'un actif financier (ce qui est le cas dans une structure de type Ponzi, qui ne concerne pas les entreprises non financières), la hausse des taux d'intérêts engendre une baisse de sa valeur. H.Minsky reprend en fait l'effet balançoir décrit dans la *Théorie Générale* : la hausse des taux d'intérêt s'accompagne d'une baisse du cours des obligations déjà émises à un rendement inférieur au nouveau taux. Cette relation est tout à fait logique : si je détiens

une obligation qui m'offre un taux de 2%, et que le taux en vigueur dans l'économie passe à 5%, mon obligation sera moins intéressante, et donc perdra en valeur. Il y a donc un double effet de levier par le taux d'intérêt : si celui-ci augmente, non seulement les intérêts des engagements financiers augmentent, mais la valeur des actifs financiers baissent. De la même manière, les unités Ponzi ne peuvent honorer leurs engagements qu'en s'endettant une fois de plus ou en liquidant leurs actifs (qui déterminent leur quasi-rentes réalisées).

C'est de cette base très formelle que Hyman Minsky énonce son hypothèse d'instabilité financière, composée d'une période d'expansion, un point de retournement haut, une période de récession, ainsi que d'un point de retournement bas.

## **2) La phase ascendante du cycle économique, entre prise de risque et endettement : “paradoxe de la tranquillité”**

Il est crucial, pour comprendre l'analyse minskienne, de voir l'économie comme un ensemble de bilans, dont la solidité suit un cycle inhérent au capitalisme, constitué d'une période d'expansion, d'un point de retournement haut, d'une période de récession, puis d'un point de retournement bas permettant de commencer un nouveau cycle.<sup>2</sup>

Prenons une économie innovante dominée par la finance prudente. Les investissements qui seront réalisés engendrent, grâce à l'innovation, des profits. Voyant des perspectives de profits grandissantes, les agents investissent de plus en plus, donnant naissance à un cercle vertueux entre investissements et profits. Or, ces investissements nécessitent un endettement de la part des agents. Comme le souligne Olivier Brossard, “il suffit que les anticipations de rentabilité des investisseurs soient justes réalisées pour que le niveau d'endettement désiré par l'ensemble des agents s'accroisse de manière endogène” (Brossard, 1998). Nous pouvons donc dès à présent mettre en évidence le

<sup>2</sup> H.Minsky s'inspire pour ses processus d'accumulation et ses points de retournement haut et bas des travaux d'analyse des cycles économiques, notamment ceux de Gottfried Haberler de 1937.

glissement opéré par les agents vers plus de risque, et ainsi le développement d'une fragilité de l'économie ("La stabilité est déstabilisante", page 51). Il serait présomptueux de blâmer l'action des firmes à posteriori, car celle-ci est, lors du cycle ascendant, parfaitement rationnelle, et même indispensable pour leur survie individuelle. De la même manière, il est rationnel pour les banques d'être prêteuses en finançant cet investissement d'une part, et d'être emprunteuses en contractant toujours plus de prêts grâce aux liquidités oisives d'autre part. D'une économie principalement composée d'unités de finance prudente, chaque firme est incitée, par sa recherche insatiable de profits (fondement du capitalisme), vers un mode de finance de plus en plus spéculatif, donc dans une économie où de plus en plus d'unités Ponzi non seulement émergent, mais trouvent facilement un financement dans un contexte euphorique auto-entretenu. Cette partie du cycle est souvent nommée "paradoxe de la tranquillité", car elle est marquée par des périodes qualifiées de "tranquilles" par H.Minsky, bien que cette idylle ne soit qu'apparente.

Pour H.Minsky, "un système financier est robuste lorsque de modestes variations en matière de *cash flows*, de taux de capitalisation ou d'engagements de paiement n'affectent pas notablement la capacité des unités privées à honorer leurs engagement financiers" (page 46), et inversement pour un système fragile. Or, dans la mesure où les unités spéculatives et Ponzi doivent s'endetter pour rembourser les dettes précédemment contractées, celles-ci s'alignent nécessairement sur le marché. La valeur actuelle des firmes (équation donnée dans la sous-partie précédente) dépend donc du taux d'intérêt (puisque  $PC_i$  en dépend positivement dans les firmes spéculatives et Ponzi), et une hausse de ce dernier peut provoquer un renversement de celle-ci. Donc, dans une économie où le poids des firmes spéculatives et Ponzi est important, les variations de taux d'intérêt ont de fortes chances d'aboutir à des crises financières. Le boom de l'investissement, selon H.Minsky, augmente à terme nécessairement le taux d'intérêt, puisque la demande de liquidité s'accroît. Minsky en déduit un point de retournement naturel du cycle.

### **3) La phase descendante du cycle économique : un cercle vicieux de « debt-deflation » à la Fisher (1933)**

Cette hausse du taux d'intérêt est la source du "*Minsky moment*" (terme pour la première fois employé par Paul McCulley en 1998), à savoir le point de retournement endogène crucial dans le cycle. Cet accroissement produit d'une part un affaissement de nouveaux investissements, et d'autre part l'enrayement des investissements des unités spéculatives et Ponzi en cours.

**Pour aller plus loin :** H.Minsky fait également allusion à d'autres chocs non financiers, plus secondaires, comme la contraction du salaire sur les profits, la baisse des profits par l'arrivée de nouveaux *outputs* plus productifs à posteriori de l'investissement (A.Sinaï, 1993) ou encore la limite imposée par le taux de croissance naturel, théorisé par Roy Forbes Harrod (Harrod, 1939). Il peut être intéressant de se pencher sur ce type de choc sur l'économie avec le prisme minskien.

Ces unités ne peuvent pas refinancer leurs positions longues, et n'ont pas d'autres choix que de vendre leurs actifs pour se procurer de la liquidité. Or, l'économie étant composée en grande partie de ce type d'unités, l'offre des actifs détenus par les unités spéculatives et Ponzi chute, donnant de plus en plus de mal à ces unités pour se procurer de la liquidité. L'investissement et les profits s'affaiblissent, ainsi les valeurs des firmes décroissent. Ce cercle, vicieux cette fois-ci, est nommé la théorie de déflation par la dette (Fisher, 1933). Les agents, en cherchant à se désendetter simultanément, entraînent l'effet inverse à celui recherché, puisque l'offre d'actifs augmentant, les prix baissent et donc leur valeur de dette réelle grimpe (la dette réelle est pour rappel la valeur de la dette par rapport à la valeur de l'entreprise : si ce que possède l'entreprise, c'est-à-dire sa valeur, baisse, alors sa dette réelle augmente). Il est important de souligner la crise de confiance entre les agents : les banques refusent de prêter le peu de liquidités qu'elles possèdent, surtout entre elles, par peur que les engagements des emprunteurs ne soient jamais honorés.

**Pour aller plus loin :** Cette crise de confiance, en partie sur le marché interbancaire, se traduit formellement par une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie. H.Minsky, reprenant I.Fisher, utilise l'équation de la théorie quantitative de la monnaie (I.Fisher, 1911):  $MV + M'V' = PT$ , avec M la quantité de monnaie en circulation, M' les dépôts à vue, V et V' leur vitesse de circulation respective, PT la valeur nominale des paiements. A masses monétaires fixées, la baisse de PT s'explique par une baisse des vitesses de circulation de la monnaie, ce qui met en exergue la baisse des prêts accordés de par la méfiance des agents entre eux. Il est intéressant de retrouver l'équation quantitative de la monnaie dans les travaux de Minsky, car celle-ci n'est en principe pas utilisée par les postkeynésiens. Malheureusement, nous n'avons trouvé aucune justification à ce propos.

### **III. Peut-on analyser la crise de subprimes avec les travaux de Minsky ?**

#### **A) L'aveuglement des agents : entre innovation et bulle immobilière**

- 1) Le contexte américain : quand perspective de profits et désir de propriété mènent à l'euphorie...

Le début du cycle minskien a deux origines profondes : une origine économique, et une origine socio-politique. La situation économique des ménages aux Etats-Unis est précaire dans les années 1980. En effet, le président Reagan procède à une politique de déflation salariale, diminuant les ressources des ménages, et les rendant donc dépendants des prêts à la consommation. Cette situation économique est couplée à un désir de propriété d'un bien immobilier toujours plus grand. Cette volonté de propriété à elle des sources bien plus profondes, dans une tradition capitaliste américaine et des doctrines philosophiques plaçant la propriété comme droit fondamental (J. Locke, 1689 : « l'homme néanmoins, étant le maître et le propriétaire de toutes ses actions, de tout son travail, a toujours en soi le grand fondement de la propriété »). Ce contexte entraîne donc naturellement un surendettement de la part des ménages américains. Les banques, dans un contexte économique favorable, accordent des prêts à des ménages modestes. Celles-ci accordent des crédits hypothécaires (*mortgages*), c'est-à-dire des crédits qui prennent en garantie les biens immobiliers achetés avec le financement bancaire. Puisque des crédits étaient accordés aux ménages pour financer leur achat immobilier, la demande de biens immobiliers augmentait, et donc les prix faisaient de même. La bulle financière gonfle donc, puisque les banques (rationnelles encore une fois) prêtent plus facilement dans cette tendance à la hausse des prix des biens immobiliers. Il y a donc une double bulle spéculative, immobilière et de crédit. Les biens immobiliers servent en effet de garantie solide pour emprunter de nouveaux fonds. Celles-ci vont donc prêter de plus en plus, et surtout à des ménages de plus en plus modestes, qui n'ont au final pas d'autres ressources que le bien immobilier obtenu avec le prêt. Les banques sont aidées par les taux directeurs de la Federal Reserve System<sup>3</sup>, peu élevés, en particuliers entre mi-2003 et mi-2004 (1%). On observe ici très bien l'effet pervers de cette logique : les banques se couvrent contre le risque de défaillance en

<sup>3</sup>

Communément appelé FED, il s'agit de la Banque Centrale des Etats-Unis.

tenant comme seule garantie des biens qu'elles ont-elles même financés. Les prêts, au départ réservés aux *primes* et aux *Alt-A*, se démocratisent donc pour financer les *subprimes* (voir Annexe N°1), les ménages ayant obtenus un faible score de crédit, calculé entre autre par la Fair Isaac Corporation (FICO). Il est ici très facile de faire une comparaison avec les trois types d'unités économiques de H.Minsky. Les ménages primes, ayant des quasi-rentes anticipées supérieures à leurs engagements financiers (les quasi-rentes étant leurs revenus salariaux, financiers et patrimoniaux) à toute date, sont comparables aux unités prudentes, qui en grande proportion rendent le système résilient. Les ménages Alt-A sont assimilables aux unités spéculatives, qui sont insolubles au début de l'emprunt, mais qui grâce à l'hypothèque de leur bien seront tout à fait aptes à rembourser. Pour finir, les subprimes peuvent être mis en parallèle avec les unités Ponzi dans la mesure où ils sont incapables d'honorer leurs engagements financiers, sauf à très long terme, où en hypothéquant leur bien immobilier.

Nous pouvons dès à présent relier cette situation au paradoxe de la tranquillité, puisqu'en effet, la situation stable et confiante incite les banques à prendre plus de risques, fragilisant ainsi toute la structure économique. Il faut également souligner le double effet de levier du surendettement. D'une part, les banques augmentaient le nombre de crédits et le risque encouru, mais d'autre part celles-ci augmentaient leur taux débiteur (de 4.3% à 6% en 2006), rendant les remboursements des ménages illiquides plus difficiles. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que les établissements bancaires prêtaient à taux fixe sur les premières années, mais à taux variable sur le plus long terme, catalysant ainsi l'effet de levier.

## 2) ...soutenues par l'innovation financière et la confiance au système financier

L'un des mécanismes central qui a permis à la crise immobilière américaine de se propager à l'ensemble du système financier est la titrisation (*securitization*). C'est un phénomène émergeant à l'époque consistant à transformer des créances, via une société *ad hoc*, en titres financiers, et ainsi pouvoir l'échanger sur le marché des capitaux.

**Pour aller plus loin :** L'objectif de la titrisation n'est à la base bien évidemment pas nocif, car celle-ci permet de transférer les risques entre les établissements bancaires et financiers, et donc d'améliorer le ratio Cooke des banques. L'innovation financière est à double tranchant : l'angle microéconomique montre la vertu de cette innovation et l'angle macroéconomique montre son

vice. Initiée par les banques, la titrisation permet à l'échelle micro de diversifier le risque d'un projet d'investissement : il s'agit ici de se prémunir contre le non-remboursement, donc pour les banques de se permettre plus de largesses. Cependant, à l'échelle macro, elle ronge peu à peu la solidité initiale du système, puisque celui-ci suit une tendance à la prise de risque et à la confiance en cette innovation. La dérégulation des marchés et la globalisation financière sont des catalyseurs de cette contagion, car elles ont donné aux *Asset-Backed Securities* d'autres débouchés. En effet, c'est grâce à cette mondialisation que des pays excédentaires ont pu investir leur épargne dans les ABS, notamment les banques allemandes et chinoises.

C'est en partie cette titrisation qui permet le développement des structures Ponzi, car cet outil encourage les banques, puisque le risque se diversifie, à financer les emprunteurs de types subprimes, qui ne disposent donc d'aucune autre garantie que le bien immobilier. Ces projets de financement sont, là encore, très assimilables aux projets Ponzi, le crédit accordé supposant que le prix de l'actif (ici immobilier) où les liquidités sont investies gagnera en valeur.

Le système financier paraissait à l'époque viable et solide. Les liquidités étaient dans les années 2000 très facilement accessibles, notamment du fait de l'augmentation des taux d'épargne des pays émergents. Il était de plus très courant de mobiliser l'argument historique : les prix des actifs immobiliers n'avaient à l'époque pas baissé depuis la deuxième guerre mondiale, ce qui accentuait la confiance des agents en l'impossibilité d'un retournement du marché des actifs. La bulle était en fait vue comme un phénomène naturel, et non comme un emballement temporaire. Cette liquidité abondante a conduit les agents à demander des actifs plus risqués pour satisfaire leurs exigences de liquidités. Comme dans la théorie minskienne, les agents sont aveuglés par la recherche de profits à court terme en ayant une confiance absolue dans les banques centrales et dans le système financier. Ainsi, en 2007, lorsque la Fed remonte ses taux, que l'ensemble des systèmes bancaires américains et européens sont contaminés par les crédits subprimes, et que les prix de l'immobilier se retournent (-20% entre début 2006 et mi-2007), tous les éléments sont rassemblés pour créer une crise financière pouvant se propager à l'économie réelle mondiale.

## B) La réalisation du « moment Minsky » entraînant un cercle vicieux d'insolvabilité

- 1) Le défaut de paiement des structures Ponzi et Spéculatives : une révélation du point de rupture...

Aux environs de Mars 2007, les analystes financiers ainsi que les premiers journalistes s'inquiètent d'un déclenchement d'un *krach* (voir Annexe N°1) et donc d'une crise financière. En août, selon le journaliste Jim Jubak, le *krach* a lieu dans le secteur financier mais n'est pour l'instant pas visible par les consommateurs. Il est révélé par les enquêtes en septembre de la même année que le tiers des prêts immobiliers n'ont pas pu être remboursés en août, par manque de débouchés pour les emprunteurs. Jim Jubak explique dans un autre article en juillet 2007 que le marché pour les nouveaux prêts ainsi que le marché secondaire se sont contractés. Ainsi, les gestionnaires de portefeuille détenant des subprimes comprirent qu'ils ne pourraient plus s'en débarrasser.

Lorsque finalement le marché immobilier américain donne des signes d'essoufflement à partir de 2006, les prix ont brutalement ralenti. La demande ayant fortement diminuée (il n'y a pas une infinité de ménages américains), les prix entament une baisse brutale début 2007 (voir Annexe N°2), alors que ceux-ci étaient surévalués de près de 30% en 2006, selon la Direction du Trésor (Juillet 2008). De fait, les ménages subissent une perte de valeur sur leur actif immobilier. En termes minskiens, les unités économiques perdent en valeur d'entreprise E, et celle des unités Ponzi (subprimes) passent dans le négatif. Leurs « bénéfices » étant inférieurs à leurs engagements financiers, leur actif perdant de la valeur (les empêchant de s'endetter à nouveau), ceux-ci se retrouvent insolubles malgré la vente précipitée d'actifs, ici l'hypothèque de leur bien immobilier. Les premiers ménages précaires entraînent dans leur sillon les ménages un peu plus solides, qui eux aussi doivent hypothéquer leur bien, augmentant l'offre de biens immobiliers, faisant baisser encore les prix. On retrouve ici la théorie de déflation par la dette d'Irving Fisher : les agents, voulant se désendetter simultanément, accroissent leur dette réelle car le prix de tous les actifs baisse. Ainsi, les obligations mortgages ne peuvent plus être remboursées, et les hedge funds subissent d'immenses pertes. En juin 2007, deux hedges funds détenus par la société Bear Stearns doivent être liquidés, ayant perdus à eux deux près de vingt milliards de dollar. C'est donc, pour relier avec les principes minskien, la grande proportion d'unités spéculatives et Ponzi qui fait s'effondrer le système, car la valeur totale de l'économie, somme des agents est en fait complètement surévaluée lors du gonflement de la bulle.

## 2) ...Entraînant le gel de l'activité par une crise de confiance et de liquidité

Puisque tout le système financier a été contaminé par la titrisation, toutes les banques et les autres institutions financières vont voir leurs actifs se déprécier. En effet, les risques étant transférés entre les différents établissements, les banques sont porteuses de dette dont la valeur est incertaine. La crise se propage à tous les établissements du monde, aidée par la mondialisation financière et l'ouverture des marchés financiers : ce sont les banques des pays excédentaires qui ont permis aux banques américaines de trouver des investisseurs jusqu'en 2007, alors que le marché immobilier aurait dû ralentir dès 2004 si la globalisation financière n'avait pas existée.

Ainsi, l'effondrement du marché immobilier, et donc la baisse des prix des titres ont entraîné la chute des bourses américaines mais également des banques européennes. Les banques se méfient les unes des autres et n'osent plus se prêter de liquidités, de peur de ne jamais les retrouver suite à l'effondrement des autres. C'est donc bien, comme dans l'analyse de H.Minsky, cet excès de confiance en l'innovation qui provoque la panique et la paralysie du système bancaire. Or, par une prophétie auto réalisatrice, « cette crise de confiance sur le marché interbancaire va entraîner la faillite de certaines banques » (Agnès Labye, 2011). Le 15 septembre 2008, la banque d'investissement Lehman Brothers est déclarée en faillite, entraînant la spectaculaire panique sur toutes les bourses, aujourd'hui appelé le *krach* d'automne 2008. L'étape suivante est la panique qui gagne les marchés financiers, et les pertes bancaires grossissent. Les banques centrales vont tenter de sauver les banques en faillite en se proposant comme prêteur en dernier ressort, empêchant le système de s'effondrer complètement.

L'on comprend bien à travers ces différentes étapes, les différents états des agents, tout d'abord d'euphorie, de surendettement, puis de peur et de panique, et donc la pertinence d'une étude dans le cadre minskien. En effet les différents événements menant à la crise des subprimes semblent tout à fait suivre le cycle d'instabilité financière décrit par le post-keynésien. Il paraît évident que la théorie d'instabilité financière ait été réhabilitée suite à cet épisode marquant de l'économie moderne.

## **IV. Comment les travaux de Minsky ont-ils été repris ?**

Il ne faut pas croire que la réalité dressée par H.Minsky est sombre. La stabilité est certes déstabilisante mais stabilisable par la régulation du cycle financier. Le choix fut de s'intéresser uniquement au programme de la réforme financière et étatique. La question de la politique industrielle ne sera pas traitée. De même, H.Minsky accorde une grande importance à l'emploi, qu'il juge être le premier élément à améliorer avant d'entreprendre toute autre réforme, ne sera pas analyser ici. La dernière partie montre l'application directe de certaines mesures préconisées par l'auteur.

### **1) La réforme Financière et le « Big Government »**

Un système financier complexe, pour H.Minsky, est constitué de forces déstabilisatrices. La banque en tant qu'intermédiaire dans le financement de l'économie, est une figure majeure de son analyse. Selon son ouvrage « Stabiliser une économie instable » la différence entre banque commerciale, banque d'affaire et les autres institutions ne tient que d'une définition juridique et institutionnelle et non économique. Il retient donc une définition générale du terme banque dénonçant celles de trop grande taille dont le passif représente une grande part de la masse monétaire.

H.Minsky s'oppose à A.Smith, l'intérêt personnel des banquiers et investisseurs ne mènent pas vers un équilibre mais engendre des forces endogènes déstabilisatrices. C'est pourquoi les banques centrales doivent guider et contrôler l'évolution des usages de la finance, « en favorisant les institutions et les pratiques qui améliorent la stabilité et découragent l'instabilité ». Ces dernières sont confrontées à un problème de dialectique réglementaire les poussant à évoluer avec le système financier, car les banques, par l'innovation, tentent de contourner les règles misent en place source déstabilisatrice. Dès lors qu'il y a déstabilisation, la banque centrale en qualité de prêteur en dernier ressort, dispose de la possibilité d'injecter des réserves dans le système financier pour le refinancer et empêcher un effondrement. D'après H.Minsky, ce sauvetage automatique du système tend à valider les risques et innovations d'instruments financiers qui ont été pris.

**Pour aller plus loin :** Par ailleurs, il critique le peu de moyens et pouvoirs dont disposent les inspecteurs face aux banques géantes. H.Minsky propose alors de maintenir un ratio actif/capitaux propres des banques à l'intérieur de certaines limites, combiné avec des ratios d'absorption des capitaux propres sur divers types d'actifs. L'auteur propose de réglementer la quantité et la croissance des actifs bancaire par l'utilisation d'un ratio de couverture de fonds propres autorisés de l'ordre de 5%. Il préconise la capacité pour les banques centrales de modifier ce ratio et de les doter d'un pouvoir disciplinaire par une sanction sur les dividendes en cas de non-respect des ratios généraux. H.Minsky envisage la création d'un ratio de distribution des bénéfices modifiables par rapport à la vitesse de l'accumulation des fonds propres. Il remet en cause le principe d'agent assurant privilégiant la surveillance par les déposants. La possibilité de profit des banques doit être orientée vers la finance prudente. La banque centrale dispose de l'escompte officiel qui, pour H.Minsky, doit devenir une source normale de couverture bancaire plutôt que la détention de titres d'Etats, le but étant que les banques et les institutions financières soient plus réactives aux recommandations de la banque centrale. En effet, par l'escompte officiel, la banque centrale distribue des réserves en contrepartie d'actifs qui participent à la finance prudente. Elle influe sur la façon dont les acteurs se financent par le simple choix du type d'actif qu'elle choisit comme gage, ce qui modifie sensiblement la composition des portefeuilles ainsi que les bilans bancaires et ceux tant que les banques ont besoin de dépôts auprès d'elle en contrepartie de réserves. L'outil de l'escompte avec un taux d'intérêt préférentiel pour les actifs choisis est préférable aux opérations d'open-market. L'auteur est favorable à la décentralisation des banques (accroissement en nombre et réduction en taille) afin de leur permettre de remplir le rôle de banque d'investissement, d'affaire et commerciale et dans le but de créer des relations durables entre banques et entreprises.

La réforme financière, pour être efficace, doit s'accompagner d'un « Big Government ». Dans le chapitre 13, H.Minsky explique qu' « Avec le Big Government tout mouvement en direction d'une profonde dépression s'accompagne d'un important déficit public qui soutient ou accroît les profits des entreprises » (H.Minsky, 1986, p634). En d'autres termes, les déficits publics sont contra-cycliques. Pour empêcher les dépressions profondes, l'Etat doit mener des mesures expansionnistes afin de maintenir les profits du secteur privé. Cependant, empêcher une dépression

crée de l'inflation qui est aussi déstabilisatrice. Les déficits, financés par les marchés, alimentent les portefeuilles de bons du trésor, entretenant les capacités de financement de l'investissement pour les périodes suivantes. La maîtrise de l'inflation passe par le contrôle des profits qui doivent être limités en période expansionniste par la levée de recettes, grâce à un système fiscal efficient. H.Minsky accorde une place importante au régime fiscale et la taille de l'état. L'Etat doit être assez grand pour contrecarrer les variations de l'investissement privé par une variation inverse de l'investissement public (déficit) afin de stabiliser les profits. Les recettes fiscales doivent représenter une part non négligeable du PNB, sans pour autant être trop élevées, au risque d'évasion et d'évitement fiscal. Les dépenses publiques ne doivent pas être trop faibles sous peine de ne pas soutenir suffisamment les profits, mais pas trop élevés sous la menace de favoriser un phénomène inflationniste. H.Minsky insiste sur l'importance d'un budget équilibré, car l'Etat reste un agent comme les autres qui peut être crédible ou non en tant qu'emprunteur.

## **2) La supervision et réglementation suite à la crise des subprimes : vers une réduction de la pro-cyclicité et la gestion du risque systémique**

H.Minsky accorde une place importante à l'action publique, combinée à une réforme du système financier alliant mesures préventives et sanctions. La relecture d'H.Minsky n'est pas restée sans échos auprès de la sphère réglementaire. En effet, la réglementation bancaire et financière en Europe post-subprimes s'appuie sur des recommandations et critiques qu'évoque l'auteur en 1986.

Avant la crise, les banques centrales ne se préoccupent que peu du risque lié à l'innovation, dans le cas de la titrisation, il était usuel de dire qu'elle rendait les marchés plus efficents. Certaines autorités monétaires (hors Banque Centrale Européenne) ont favorisé l'avènement de la crise avec des taux d'intérêts réels de court terme bas, laissant se développer des bulles du crédit et du surendettement, point de départ de la crise de 2008. Les banques ne s'intéressaient jusqu'à présent qu'à la partie micro-prudentielle de la supervision. La crise a permis de comprendre que l'instabilité financière n'est pas liée à la somme des risques individuels mais relève d'un mécanisme bien plus global nécessitant la prise en compte du macro-prudentiel. Après la crise, les États et les banques centrales ont mené de vastes opérations de sauvetage auprès des banques en difficulté, ainsi qu'une politique de soutien de la demande globale, suivant le principe du "*too big to fail*" pour justifier leurs interventions. Il s'ensuit "un vaste plan de consolidation des systèmes

financiers” (A.Cartapanis, 2010), dans une logique préventive de future crise, consistant à étendre et approfondir la réglementation. Les nouvelles mesures sont regroupées dans les accords de Bâle III. Il y a recours à une réglementation lorsqu'un marché présente des distorsions. Dans le cas de la finance le risque d'*externalité* (Voir Annexe n°1) négative constitue une explication de leur mise en place. D'après la *Bank for International Settlements* (2010) il s'agit d'internaliser le coût social d'une potentielle faillite et sa contagion en réprimandant les attitudes favorables à la prise de risque. Une autre justification tient dans le fait que la stabilité financière est perçue comme un bien public garantissant les échanges, et que la protection des déposants est nécessaire car leurs réactions peuvent s'avérer déstabilisantes, comme l'ont montrés D.W.Diamond et P.H.Dybvig en 1983.

A.Cartapanis synthétise, lors du 59ème Congrès de l'Association française de science économique, les principales préoccupations réglementaires post-subprimes. La première recommandation vise à “promouvoir l'intégrité sur les marchés financiers” (A.Cartapanis 2010), en d'autres termes de lier la gestion des risques et le mode de rémunérations des dirigeants avec un plafond sur un ratio de bonus/salaire. La seconde instruction préconise la coopération internationale entre le Conseil de Stabilité Financière et les comités spécialisés de la BRI<sup>4</sup>, le FMI<sup>5</sup>qui vérifie la solidité des systèmes financiers nationaux, ainsi que les régulateurs nationaux qui ont un rôle exécutif. Finalement le rapport préconise d'améliorer la transparence et durcir la responsabilité des acteurs. L'idée générale du rapport reste avant tout d'étendre la réglementation prudentielle qui s'accompagne d'un contrôle des agences de notation, mais également, une réflexion sur la pro-cyclicité et le risque systémique des marchés financiers en approfondissant la supervision basée sur les fonds propres et le risque de liquidité

La nouveauté des accords de Bâle III tient dans la construction de 3 nouveaux outils : les fonds propres contra-cycliques, le ratio de levier et les ratios de liquidités.

Les accords de Bâle II définis avant la crise avaient déjà adopté un ratio de fonds propres<sup>6</sup>, à hauteur de 8% des actifs risqués (ratio Cooke de Bâle I) puis il sera remplacé par un ratio qui utilise les méthodes internes d'évaluation des risques des banques dit ratio Mc Donough. Les accords de Bâle III, créés dans l'urgence de la crise, l'outil des fonds propres se complexifie. En plus d'un ratio de

<sup>4</sup> La Banque des Règlements Internationaux (BRI)

<sup>5</sup> Fonds Monétaire International (FMI)

<sup>6</sup> Défini comme le rapport des fonds propres sur l'actif

8% avec 4.5% de “vrais fonds propres”<sup>7</sup> il est demandé un coussin de conservation de 2.5% qui sera complètement incorporé en 2019 dans les fonds propres usuels, en utilisant toujours les modèles internes des banques. A cela s’ajoute un ratio de levier de 3% peu contraignant pour les banques. Le ratio de levier<sup>8</sup> d’endettement maximum a pour objectif de limiter l’exposition des banques lors d’un retournement du cycle. Ces outils sont accompagnés par la création de deux ratios de liquidité. Le premier concerne le court terme (*the liquidity coverage ratio*) qui vise à ce que les banques puissent honorer leurs sorties de trésoreries pendant un mois c’est-à-dire résister à une crise de liquidité. En 2014 ce ratio fut l’objet d’une révision afin de définir les actifs éligibles en clair des actifs liquides et de qualités. Le second ratio, structurel (*Net Stable Funding Ratio*), se concentre sur la capacité des banques à avoir des ressources stables et proportionnées vis à vis de l’actif, soit une correspondance de maturité entre l’actif et le passif.

Les banques centrales dans leurs majorités, n’avaient jusqu’à présent qu’un seul objectif: la maîtrise de l’inflation, et notamment des prix des biens et services en tant que signal pour le marché. La littérature étudie depuis le lien entre le niveau des taux d’intérêts à court terme et le risque bancaire, « [un] risk-taking channel, qui n’était qu’une hypothèse théorique, notamment dans les analyses à la Minsky de l’instabilité financière, semble avoir joué pleinement dans l’avant crise financière ». (C.Calomiris, 2009). Les travaux économétriques montrent qu’il existe une relation négative entre taux d’intérêt et prise de risque des banques. Le paradigme avant-crise prétendant qu'une stabilité monétaire induit mécaniquement une stabilité financière, la politique macro-prudentielle n'avait alors pas de raison d'exister. Mais l'éclatement de la bulle immobilière et la crise de 2008 ont remis en cause cette vision. Aujourd’hui cette conception laisse place à un consensus sur l’utilité d’une surveillance généralisée de la structure financière. Les économistes de la BRI préconisent des actions contre le cycle (ex augmenter les taux d’intérêt en cas de bulle) et coordonner les politiques monétaires, budgétaires et macro-prudentielles. La stabilité financière est devenue une préoccupation à part entière des banques centrales distincte de la stabilité monétaire.

La politique macro-prudentielle vise à lutter contre le risque systémique et la pro-cyclicité au cœur des institutions bancaires et financières. Elle cherche à prévenir les risques afin “d’assurer

<sup>7</sup> Désigne les actions et réserves

<sup>8</sup> Rapport des fonds propres au total non pondérés des actifs

la stabilité et la continuité des échanges au sein de la sphère financière, mais aussi de limiter le risque qu'une détresse financière induit des pertes significatives en termes d'output réel” (A.Cartapanis 2010). En effet le risque de défaut d'une institution est fonction des risques microéconomiques, du cycle, de la confiance et de la situation des intermédiaires financiers partenaires. Il faut donc réduire la prise de risque durant les phases hausse du cycle (risque agrégé) comme l'a montré H.Minsky. Mais il faut aussi évaluer le risque interne au système (risque de réseau) qui opère via des mécanismes de connexion des bilans par des participations croisées et liens entre établissements financiers. Les économistes de la BRI analysent le risque à travers une dimension temporelle qui renvoie aux comportements de prise de risque qui suivent le cycle, et une dimension transversale qui repose sur l'interconnexion des institutions financières.

Au niveau de la pro-cyclicité, les exigences réglementaires en capitaux propres ou encore les fonds propres contra-cycliques (entre 0% et 2.5%) constituent l'outil majeur. Le besoin de fonds propres doit réagir avec le cycle conjoncturel, c'est-à-dire que ceux-ci augmentent lorsque l'économie connaît une phase expansionniste, et inversement. C'est un outil discrétionnaire révisable par les superviseurs suivant la phase où se situe l'économie.

Concernant le risque de contagion, entre institutions, comme le préconise H.Minsky, il est possible de réduire et de plafonner la taille de certains établissements tout en limitant leurs opérations. La réglementation actuelle va au-delà de la pensée de H.Minsky en proposant des fonds propres proportionnels au risque systémique que supporte un établissement, la limite résidant dans l'évaluation de la contribution marginale de chaque établissement au risque global. Il existe plusieurs méthodes, comme celle du *Global Financial Stability Reports* (IMF 2009) qui propose une approche *structurelle* qui nécessite de connaître l'interconnexion entre les établissements ou encore une formalisation *itérative* via des Stress Tests<sup>9</sup>, et une méthode *statistique* qui utilise la “covariance des probabilités de pertes” (IMF 2009). Pour résumer les accords de Bâle comportent au niveau macro-prudentiel un coussin de sécurité contra-cyclique, entre 0 et 2.5% de fonds propres supplémentaires qui sera fixé par les autorités nationales, auquel s'ajoute une surcharge pour les banques qualifiées de systémique. L'étude de Lemoine et Pavot en 2009 explique que

<sup>9</sup> Les Stress Test visent à faire des simulations de résistance d'une banque face à un scénario macroéconomique prédéfinis

“les pertes de PIB occasionnées par les crises bancaires majeures, sont de l’ordre de 9%, sur deux ans, et le PIB potentiel diminue de 1,5% à 2,5% en moyenne, dans un délai de cinq ans, avant de se stabiliser” (Lemoine, Pavot, 2009). Certaines réformes sont critiquées par le lobby bancaire jugé comme restrictif et coûteux pour les banques mais, d’après le conseil de stabilité financière durant la mise en place des mesures macro-prudentielles l’impact pour les pays développés est limité. Le conseil estime une perte de croissance de 0,19% pour une augmentation de 1% de fonds propres. La perte n’est donc que de 0,04% de croissance. Malgré les recommandations d’H.Minsky, l’application de certaines d’entre elles et l’expérience de la crise, les autorités peinent à s’accorder sur les ratios à retenir, leurs définitions et les défendre face à un lobby financier qui met en avant ses propres intérêts. A en croire H.Minsky, tant que l’intérêt personnel prévaut dans l’économie capitaliste les forces endogènes déstabilisatrices agiront, le désaccord sur les mesures et leurs applications préparent peut être alors la crise de demain.

## CONCLUSION

H.Minsky, à partir de la théorie de « l’investissement du cycle économique » de J.M.Keynes, dresse sa propre analyse du cycle économique, combinant la vision keynésienne de l’instabilité, propre aux décisions d’investissement liées au contexte incertain, et sa conception des actifs financiers. En développant sa théorie des cycles, Minsky offre la possibilité de comprendre le fonctionnement des économies actuelles, c’est-à-dire régies par des crises endogènes. Il conclut sur le fait que les économies complexes portent en elles les germes de leur propre instabilité. Son opposition à la théorie néoclassique l’amène à développer son propre modèle des systèmes capitalistes, composées de trois types d’unités économiques, dont les proportions dans l’économie font varier la stabilité de celle-ci. L’analyse de Minsky part d’une économie en période de « tranquillité », caractérisée par peu d’innovation financière et un système financier prudent. Progressivement, les investissements étant rentables et les agents à la recherche de profits, le comportement des ceux-ci s’achemine vers plus de risques, et donc au développement des unités spéculatives et Ponzi. Le pessimisme succède à l’optimisme lorsque les premières unités risquées font défauts, suite au ralentissement des investissements. Pour décrire le retournement du cycle, Minsky s’appuie sur la théorie de la déflation par la dette d’Irving Fisher. La théorie minskienne est pertinente pour comprendre la crise des subprimes. L’expérience de la crise a permis de redécouvrir la vision minskienne et notamment les recommandations pour protéger l’économie.

L'auteur accorde une place importante à la combinaison d'un Etat fort et d'une réforme drastique du système financier. Il propose une réforme des banques et de leurs modes de fonctionnement. Il perçoit le problème paradoxal que pose le sauvetage automatique par la banque centrale en qualité de prêteur en dernier ressort dans la validation des comportements risqués, et aussi dans la survie d'institutions vouées à l'échec. La réglementation actuelle post-crise de 2008 s'appuie sur de nombreuses intuitions qu'a eues l'auteur en 1986. La résistance de certains établissements bancaires et du lobby financier pourrait, si on se réfère à une analyse minskienne, dessiner la future crise. Certains auteurs, notamment les économistes de la BRI, ont repris les travaux de H.Minsky et les ont prolongés, nourrissant une théorie déjà solide de l'expérience récente de 2008. Dans le contexte actuel de reprise économique dans la plupart des pays, où une réglementation plus stricte a été mise en place, il pourrait être séduisant de nouveau déréglementer les marchés financiers et les établissements bancaires afin de contribuer à l'investissement et à la croissance. C'est une tentation qui nous semble veine et contreproductive sur le long terme, car elle rentrerait en contradiction avec tous les enseignements de Minsky, pourtant si complets et prophétiques.

## BIBLIOGRAPHIE

### OUVRAGES

- Locke J. [1689], “*An Essay Concerning Human Understanding*”.
- De Boissieu C. et Couppey-Soubeyran J. [2009], “*Les Systèmes Financiers : Mutations, Crises Et Régulation*”, Economica.
- Fisher I. [1911], “*The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*”, assisté par Brown HG., The Macmillan Company.
- Harrod RF. [1939], “*An essay in dynamic theory*”, The Economic Journal, Vol. 49, No. 193 (Mar., 1939), pp. 14-33.
- Jézabel Couppey-Soubeyran [2015], “*Monnaie, banques, finance*”, avec la collaboration de Guillaume Arnould, Quadrige Manuels, PUF.
- Keynes JM. [1936], “*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*”.
- Keynes JM. [1937], “*The general theory of employment*”, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Cambridge, Macmillan, p. 109-123.
- Lavialle C. [2001], “*L'épistémologie de Keynes et "l'hypothèse Wittgenstein" : La cohérence logique de la Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*”, *Cahiers d'économie politique* Année 2001, Vol 38, Numéro 1 pp. 25-64.
- Minsky H. [1982], “*L'hypothèse d'instabilité financière*”, Bienné-Paris, diaphanes édition 2013.
- Minsky H. [1986], “*Stabiliser une économie instable*”, préface d'André Orléan, postface de Jézabel Couppey-Soubeyran, traduction d'André Verkaeren, Les petits matins, partenariat institut veblen pour les réformes économiques coll. “ESSAIS”, avril 2016
- Pigou AC. [1912], “*Wealth and welfare*”, Macmillan and co.

### PUBLICATIONS ET ARTICLES SCIENTIFIQUES

- . -Minsky H. [1992], “*The Financial Instability Hypothesis by Hyman P. Minsky*”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, paper N°74.
- .-Haberler G. [1937], “*Prosperity and Depression: A theoretical analysis of cyclical movements*”.
- Borio C. [2012], “*The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt ?*”, -Monetary and Economic Department BIS Working Papers, No 395.
- Brossard O. [1998], “*L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ?*”, Revue économique.
- Calomiris C. [2009], “*Financial Innovation, Regulation, and Reform*”, Cato Journal, Vol. 29, N° 1, Winter.

- Cartapanis A. [2010], “*Financial crisis and the macroprudential policies: deepening regulations or new paradigm ?*”, 59ème congrès de l’Association française de science économique, conférence présidentielle du 10 septembre 2010.
- Diamond DW & Dybvig PH. [1983], “*Bank runs, deposit insurance, and liquidity*”, *Journal of Political Economy* vol 91.
- Fisher I. [1933], “*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*”
- Jubak J. [2007], “*How Far Will the Credit Crunch Spread ?*” Jubak’s Journal du 3 Août 2007
- Labye A. [2011], “*La crise financière actuelle : une application du modèle de Minsky ? Revue d’économie financière*”, *Revue d’économie financière*, volume 102, Numéro 2, pp. 263-284.
- Lemoine M. et Pavot J. [2009], “*Les effets de la crise sur la croissance à long terme*”, Questions actuelles, Economie–Monnaie–Finance, Banque de France, N° 2.
- S&P/Case-Shiller Home Price Indices Source (graphique 1) : S&P Dow Jones Indices & CoreLogic
- Sinaï A. [1993], “*Financial and credit cycles: generic or episodic?*”, Spring quarterly review 1992-93, Federal Reserve Bank of New-York.
- Sorbe S. [2008], “*Lettre Trésor-Eco n°40 : Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain*”, Direction du Trésor.
- Whalen C. [2007], “*The US credit crunch of 2007 : a Minsky moment ?*”, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, No. 92.

## RAPPORTS

- Bank For International Settlements [2010], 80th Annual Report, Basel, 28 June.
- Greenspan A. [2008], “*Testimony Before the Committee of Government Oversight and Reform, US House of Representatives*”, Stenographic Minutes, October 23.
- IMF [2009], “*Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*”, Global Financial Stability Report of May.
- Banque de France [2012], Documents et débats, numéro 4 de mai 2012.