

Une théorie pour mieux maîtriser la folie des marchés financiers

L'instabilité économique et financière, liée à la formation de bulles spéculatives, est inhérente au capitalisme. Les analyses de l'économiste Hyman Minsky, trop peu connu en France, permettent de mieux le comprendre, et d'envisager des remèdes.

De nombreuses études font état d'une inquiétude sur la possibilité d'un éclatement de bulles spéculatives. Alors que certains pays se débattent encore pour sortir de la crise, ces craintes questionnent. Comment en est-on, à nouveau, arrivé là ?

Dans le jargon financier, certaines phrases glissées dans d'épais rapports sont lourdes de sens. « Nous considérons actuellement que le risque de marché est très élevé [...] Les performances du marché des actions font naître une inquiétude sur une potentielle surévaluation des actifs, alors que la recherche de rendement continue à être soutenue par des taux d'intérêt historiquement bas. » Tel est le constat dressé par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans son Tableau de bord des risques publié au mois de septembre 2015.

Le risque d'explosion d'une nouvelle bulle financière

Le Comité européen du risque systémique (CERS) écrit en 2015 : « La soutenabilité du niveau actuel du prix des actifs dépend de plus en plus d'une reprise économique plus rigoureuse, tandis que la quête de rendement continue d'exposer les investisseurs à un risque de réévaluation sur les marchés financiers mondiaux [...] Les retombées des faibles taux d'intérêt sur la stabilité financière doivent être surveillées étroitement. »

Ces deux institutions, créées en 2010 pour renforcer la surveillance des marchés financiers, partagent dans un langage mesuré une même crainte : l'explosion d'une nouvelle bulle financière. Les ingrédients semblent réunis : une politique monétaire très expansionniste, des performances boursières qui étonnent, des actifs surévalués dans certains secteurs. À croire que les leçons de la crise n'ont pas été tirées.

Pourquoi les sociétés semblent-elles myopes quant aux maux qui les corrodent ? L'économiste américain Hyman Minsky apporte un début de réponse. Sa pensée, peu reprise en France, a été remise au goût du jour en 2008. Devant l'incapacité d'une majorité d'économistes à prévoir la crise financière, les ouvrages de Minsky, notamment *John Maynard Keynes* (1975) et *Stabilizing an unstable economy* (1986), se sont révélés particulièrement éclairants.

Le paradoxe de la tranquillité

Son ambition est de comprendre le fonctionnement du capitalisme. Contrairement à de nombreux économistes, le professeur de Berkeley ne part pas des notions de marché ou de prix. Il met l'accent sur le comportement des agents économiques, en s'appuyant sur une intuition simple. Le capitalisme repose sur la manière dont les ménages, les entreprises ou les administrations publiques se financent.

En analysant les différentes entités économiques, Minsky dégage une typologie des financements en système capitaliste. Le financement dit prudent voit les emprunts être couverts à chaque période par le montant des recettes. Vient ensuite un financement spéculatif, dans lequel les emprunts doivent être couverts sur une période beaucoup plus importante : la décision d'investir se fonde sur des retours attendus longtemps après. En dernier lieu, l'économiste identifie un financement Ponzi, du nom du célèbre escroc américain du début du siècle, qui correspond à une crise du surendettement : les agents empruntent pour payer leurs dettes.

Selon lui, ces différents modes de financement ne sont pas statiques. Durant les périodes de calme, les agents ne se contentent pas de rendements faibles. Pour augmenter leur rentabilité, ils prennent de plus en plus de risques. Ils cherchent à s'endetter davantage ou se lancent dans des positions de moins en moins tenables sur les marchés. Minsky appelle cet état de fait le « paradoxe de la tranquillité » : les crises se préparent lorsque l'économie est prospère.

Les financements Ponzi dérivent à terme vers ce que l'économiste Paul McCulley a nommé le « moment Minsky » : les agents surendettés vendent massivement leurs actifs pour servir les intérêts de la dette, plongeant le système dans une crise profonde.

De bulle en bulle, de crise en crise

Hyman Minsky relève l'existence d'une apparente contradiction : la stabilité engendre toujours l'instabilité financière. L'économie n'est jamais en situation d'équilibre. L'instabilité ne provient pas de chocs externes, mais du fonctionnement capitalistique lui-même. En développant son « hypothèse d'instabilité financière », l'économiste hétérodoxe soumet l'économie à la fatalité. Les cycles se répètent. Lorsque l'économie se remet de la crise précédente, les acteurs se lassent et recommencent à prendre des risques inconsidérés. Le souvenir de la crise de 2008 permet de comprendre l'utilité des travaux de Minsky. Les propos d'Alan Greenspan, ancien président emblématique de la Réserve fédérale, encourageant la généralisation des crédits immobiliers spéculatifs dans les années précédant l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, montrent a posteriori combien l'aveuglement des agents économiques peut être puissant en période d'euphorie.

La régulation est morte. Vive la régulation !

Pour conjurer cette fatalité, Hyman Minsky fait de l'intervention publique une nécessité. La seule manière d'empêcher les comportements prédateurs de s'exprimer pleinement revient à repenser le rôle du régulateur. Plutôt que de s'éterniser dans le débat stérile entre réduction des impôts contre augmentation des dépenses publiques, Minsky encourage les décideurs publics à s'engager pleinement dans une réforme du système financier pour qu'il nourrisse l'économie réelle au lieu de la déstabiliser.

À partir d'une analyse détaillée de la Grande Dépression des années 1930, l'économiste américain démontre que la mise sous tutelle du marché financier ne règle pas les fondements du problème. Elle

permet, et c'est déjà énorme, de maintenir le cycle dans ses phases de financement prudent ou spéculatif. En empêchant le passage à des stratégies de financement Ponzi, la régulation répond à un impératif, comme en témoigne la relative stabilité financière des Trente Glorieuses. Le Glass-Steagall Act (1933), qui entérinait la séparation entre activités bancaires de dépôt et d'investissement aux États-Unis, a permis, entre autres mesures, de limiter l'impact systémique des comportements bancaires abusifs.

Le retour en grâce des théories de Minsky

Depuis les années 1980, la déréglementation généralisée des marchés entraîne nos sociétés dans une direction opposée. La succession d'éclatement de bulles spéculatives (Japon, NTIC, subprimes, pour ne citer que les plus importantes) donne du crédit aux théories de Hyman Minsky. Le régulateur, lui, demeure étonnamment frileux. En France, l'immense fossé entre le discours politique affiché après 2008 et la réalité des mesures prises montre à quel point le chemin intellectuel à parcourir paraît interminable.

« L'économie évolue, tout comme doit le faire la politique économique » (H.Minsky)

Il est important de tirer des leçons du passé. L'Histoire de la pensée économique sert en partie à cela. Les élites politiques et économiques semblent n'avoir pas appris des crises précédentes. L'intervention multiple des banques centrales des pays à plus haut revenu depuis 2009 contribue à alimenter l'économie de liquidités qui, nécessairement, se déversent quelque part.

La régulation ne suffit pas

La régulation ne suffit pas. La décision de relever de 0,25 point les taux d'intérêt de la Réserve fédérale, annoncée par Janet Yellen, sa présidente, marque une prise de conscience. De nombreuses incertitudes subsistent sur les impacts de ce choix, si bien que le calendrier de hausse des taux reste pour le moins modéré, avec une seule augmentation d'ampleur égale prévue pour l'année 2016.

Les craintes partagées par diverses instances de régulation paraissent sous-estimées. Plusieurs catégories d'actifs sont jugées surévaluées, notamment sur les marchés immobiliers et des taux, traditionnellement sujets aux bulles. Cet été, la Chine a vu sa Bourse s'effondrer après l'éclatement de sa bulle immobilière. Autant de signes que les autorités doivent prendre en compte. En matière monétaire, comme ailleurs, la politique de l'autruche n'est jamais une solution profitable.