

## Crises financières, crises bancaires

Capitalisme et crises financières. Quelles mesures peut-on prendre pour empêcher l'émergence de nouvelles crises ?

### Jakob Madsen

[IMéRA d'Aix-MARseille, 2016-2017]

Jakob Madsen est titulaire de la chaire en commerce et économie Yang Xiaokai à Monash University (Melbourne, Australie) et membre de l'Académie australienne des Sciences sociales. D'origine danoise, il a travaillé dans le secteur financier en tant qu'analyste en chef à la Bank of Jutland. Ses travaux portent principalement sur la macroéconomie et la macrofinance ainsi que sur l'évaluation des actifs et les inégalités. Il est l'auteur de plus d'une centaine de publications dont récemment « Finance-led growth in the OECD since the nineteenth century: How does financial development transmit to growth? », *Review of Economics and Statistics*, 2016.



## LES CRISES FINANCIÈRES SONT-ELLES INHÉRENTES AU CAPITALISME ?

La fréquence des crises financières, récurrentes dans un système capitaliste, a considérablement augmenté ces deux derniers siècles (cf. <http://bit.ly/2eogzGd>). Au-delà de leur fréquence, l'intensité de ces crises a également augmenté au fil du temps, parallèlement à un accès croissant au crédit. Le crédit a beau avoir cours depuis des siècles, ce n'est qu'au cours du XIX<sup>e</sup> siècle que les banques commerciales ont commencé à prêter de manière importante dans les pays développés. De plus, c'est à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle qu'elles ont commencé à internationaliser leurs activités de prêt, notamment dans les colonies.

Deux vagues de crises financières à travers le monde se démarquent. La première couvre la période 1913-1950 et comprend les épisodes historiques de la Première Guerre mondiale, de la dépression de 1920-1921, de la Grande Dépression et de la Seconde Guerre mondiale. Au cours de cette période, les crises trouvent leurs causes au sein des places financières d'Europe et des États-Unis et se sont propagées dans les pays en développement au travers du système bancaire. La seconde vague couvre la période allant du premier choc pétrolier en 1973 au début du XXI<sup>e</sup> siècle, et a particulièrement touché les économies émergentes et les pays à faibles revenus. Ces crises ont deux points communs :

- la dette des emprunteurs et leur exposition aux risques de crédits, qui dépassent leur capacité de remboursement ;
- la chute de la valeur des actifs sous-jacents collatéraux - souvent parce que l'emprunt s'est fait dans une période de bulles spéculatives sur le marché de l'immobilier et sur les marchés boursiers. Le crédit favorise les crises dans bon nombre de situations, car il amène la valeur des actifs et celle de la dette à croître de manière incontrôlée.

L'envolée spéculative des prix des actifs est caractéristique des crises. Le krach boursier de 1929, la bulle technologique en 2000 et l'effondrement du marché boursier en 2008 illustrent parfaitement ce constat. La manière dont ces bulles se forment n'est pas encore bien établie. Cependant, nous savons qu'elles sont la plupart du temps déclenchées par des innovations technologiques populaires.

Souvent, les actionnaires, les propriétaires et le secteur financier ne connaissent pas la valeur fondamentale des actions et de l'immobilier et ne parviennent pas à anticiper que, sur le long terme, les profits unitaires pour chaque logement ou stock de capital ne peuvent augmenter de manière continue et que, par conséquent, les attentes ne peuvent être comblées. Les investisseurs ne s'en aperçoivent

bien souvent que trop tardivement, quand la bulle d'avois a grimpé de manière incontrôlable. On remarque également que les crises spéculatives sont souvent liées aux libéralisations financières, qui semblent rendre possibles ces bulles incontrôlables.

Les dépenses publiques effrénées dues aux guerres, à l'afflux de ressources naturelles ou aux politiques mises en œuvre par les gouvernements, sont des éléments pouvant également engendrer une crise financière. En effet, suite à la vague indépendantiste des années 1960-1970 et la vague de démocratisation de 1970-1995, les gouvernements populistes d'Amérique latine, d'Afrique et d'Europe orientale ont pris l'habitude de dépenser plus que leurs revenus ne le leur permettaient. Le problème qui se pose est celui des fluctuations du coût des

matières premières. N'ayant pas pris la peine d'épargner en prévision de leur hausse probable, les gouvernements peuvent rapidement se retrouver dans une situation d'insolvabilité.

Bien que les emprunts et les prêts excessifs constituent l'élément central des crises financières, la valeur d'un système financier extrêmement sophistiqué ne doit pas être sous-estimée. **Le crédit est une condition préalable au fonctionnement d'un système monétaire sophistiqué et joue un rôle central dans la croissance économique que nous connaissons dans les pays développés depuis les deux derniers siècles.** Le revenu par habitant des pays développés aurait été beaucoup plus faible si nous n'avions pas développé un système financier sophistiqué qui a fourni des crédits aux entrepreneurs, aux créateurs innovants ou aux étudiants.

Les systèmes financiers extrêmement sophistiqués possèdent une face cachée. Nous n'avons pas appris à mettre en place des mesures préventives pour empêcher les crises. **L'explication se trouve dans la nature même de l'homme: la cupidité, la naïveté, les intérêts particuliers, l'excès de confiance, et le besoin de satisfaction immédiate.** De plus, les instruments de crédit modernes, la capacité d'endettement et la « juste » valeur des actifs sont des notions trop complexes pour que le public les comprenne, et l'excès d'informations souvent peu pertinentes que fournissent la presse et les conseillers financiers n'aide pas le grand public à prendre conscience que l'emprunt excessif fondé sur des prix d'avois fictifs n'est pas viable.

Un autre élément susceptible de déclencher une crise est la tendance proprement humaine à ne prêter d'attention qu'aux arguments qui soutiennent nos convictions et nos espoirs. Les propriétaires trouvent de nombreux arguments pour justifier leurs hypothèques déraisonnablement élevées: ils pensent que les prix de l'immobilier continueront d'augmenter et écartent inconsciemment les facteurs qui peuvent nuire à leur capacité de remboursement (chômage, divorce ou perte soudaine de revenus). Ils excluent également la possibilité que la bulle immobilière et que le prix fixe des actions ne peut pas durer et que les banques vont faire pression sur les emprunteurs pour qu'ils remboursent dès lors que la valeur des avois sous-jacents (logements ou bourse) tombe sous le montant emprunté.

Quelles mesures peuvent être prises pour empêcher l'émergence de nouvelles crises? **La solution la plus efficace et pragmatique est probablement de renforcer la réglementation gouvernementale des marchés financiers.** Cela peut revêtir plusieurs aspects: obtenir des acomptes stricts pour les prêts immobiliers, interdire les prêts à versements d'intérêts afin que les emprunteurs puissent rembourser leurs dettes, mettre en place la taxe Tobin (taxes sur les placements de portefeuille dans d'autres devises), réduire la déduction fiscale pour les montants empruntés, augmenter les taux d'intérêt pour les prêts risqués, etc. En outre, les gouvernements et les banques centrales devraient donner des avertissements lorsque le prix des logements et le cours des actions dépassent leurs valeurs fondamentales. Toutefois, indépendamment de ce qui se fait, les bulles du marché des actifs et les dépenses publiques excessives finiront toujours par se reproduire; tout porte à croire que les intérêts particuliers et les tentations ne disparaîtront jamais.

## Pour aller plus loin

Retrouvez la version de l'article de Jakob Madsen ainsi que des contenus et références complémentaires sur [fellows.rfiea.fr](http://fellows.rfiea.fr)

# Matthias Thiemann

[IEA de Paris, 2016-2017]

## CURRENT CAPITALISM LIVES OF ASSET BUBBLES

### Are financial crises inherent to capitalism?

Yes, I am convinced that financial crises are inherent to capitalism. Capitalism is, as American economist Hyman Minsky would point out, a system that needs to finance capital goods over time. It's exactly the financing of capital goods through credit over time that explains both the dynamism of capitalism – because it is at the core of the credit creation that fuels the system – but at the same time it is at the core of its fragility. Financing capital goods requires certain agents to take decisions in the present about an anticipated future and, in case this anticipated future sharply deviates from expectations, these agents committed to service those cash flows are brought into severe difficulties, hence the potential for financial crisis. Here we can draw again on Minsky's financial instability hypothesis. He points to cyclical developments: as the system appears more stable, more and more capitalist agents move from stable sources of funding to the refinancing of their projects on financial markets, which makes the system more fragile. In case the refinancing of these projects is not available, a series of defaults occurs, amplifying the initial problems. In its most serious form, those cascades of default can lead to a balance sheet recession, a long and painstaking process in which balance sheets of lenders slowly return to a viable state.

Matthias Thiemann est professeur associé à l'université Johann Wolfgang Goethe (Francfort, Allemagne). Titulaire d'un doctorat de Columbia University (New York), ses recherches portent sur la sociologie des banques, de la monnaie et de la finance. Il a travaillé sur la capacité des États nations, dans un contexte de mondialisation des finances, à encadrer l'activité des banques et des acteurs sur les marchés financiers. En 2011, il a travaillé en tant que consultant sur la réforme de la réglementation du secteur financier pour les Nations Unies. Il publiera *The Growth of Shadow Banking* l'année prochaine chez Cambridge University Press.



Matthias Thiemann, DR

### The development of capitalism since the mid-1980s has been accompanied with more and more crises....

Capitalism basically lives of asset bubbles, what has been called financialization. In a sense, that works for a short period of time: these bubbles provide additional spending power to the people who hold these assets, and they can spend it. Capitalism then continues its process of accumulation for a while, when future expectations, which were feeding the boom, appear to be too optimistic, crisis ensues. This is aggravated by the current move towards market-based financing and the speculation it lives on. **Keynes pointed out that financial professionals, by observing each other, might well know that some debt levels are unsustainable, but they remain active in the credit markets, hoping to be able to escape at the last moment before the house of cards falls, thus reaping a maximum profit.** This is exactly what we witness: an ever growing accumulation of debt, as the IMF just pointed out and financial market frenzy. When the bubbles burst, it puts those agents (banks and lenders) that produce credit in society in a very precarious position. As witnessed in Japan, resolving the problems of these banks is very difficult politically, with the risk of never fully confronting the problem (just as the European Union now), since it can lead to decades of negative accumulation dynamics (balance sheet recession).

### Which measures have been taken to avoid the birth of new crises?

We can say that the international regulatory community has agreed on the goal of increasing the resilience of the system, but it has also decided not to directly intervene in the cyclical evolution of credit booms and busts. Resilience is a term that stems from research on complex ecosystems. On the one hand, it refers to the capacity of a system to come back to life after a severe event or to react to a severe event without completely collapsing. On the other hand, it has been described as a stance by regulators that is taken when a direct and conclusive intervention can't really solve the problem. Increasing capital requirements falls in that category of regulatory intervention because more capital has been imposed to deal with unexpected events. Regulators have sought to reduce the complexity of the

system by reducing interconnectedness of the different agents and they have sought to apply special requirements to those agents that they perceive to be too big to fail (systemically important financial institutions). But we can also observe that **no radical measure has been taken, we have not observed the separation of commercial banking and investment banking, which happened in the 1930 in the US, and we have not observed the break-up of “too big to fail” banks.**

More importantly, regulators have not actively pursued measures to limit the growth of credit in boom times. One idea that gained a lot of popularity after the last crisis was that we should limit the cycle of booms and busts of the system. However, today there are only few regulatory measures installed to seek to limit the financial cycle in the boom phase, e.g. in the time of housing price appreciation. Several measures that were initially contemplated in order to achieve such a taming of the financial cycle have not been realized - partially because of the political economy and the resistance of the banks because evidently, constraining the boom means for banks to constrain their business.

Secondly, there is a reliance of economies on the growth of the assets in financial markets to revive growth. This could all be expected from a political economy perspective, but what is really interesting is that inside the regulatory community there has been quite a lot of technocratic debates on that question, a closed expert discussion where skeptics have been saying **“We do not have the metrics. We do not have the capacity yet to map the financial cycle. And as we do not map the financial cycle, how do we want to intervene?”** So, as regulation has become more scientific, it has become a stumbling block for introducing new and good regulation: “we do not know what will be the impact, and therefore we do not... do anything.”

I think that if the development of these required measurements is impeded by a lack of experimentation, the problem we face is that of circularity. If actors (regulators and agents) do not know what the impact of such measures would be on the cycle and they do not act, they thus do not generate the data to know what the effects will be. Currently lots of data have been collected and are basically waiting for the next crisis in order to generate the data that will be needed then to make some kind of statement about the financial cycle. They are treating it as an external object, ignoring the fact that it is man-made regulation that very much influences it.

**4 instituts d'études avancées en réseau**  
 IMéRA, IEA d'Aix-Marseille  
 Le Collegium, IEA de Lyon  
 IEA de Nantes  
 IEA de Paris

**Direction éditoriale:**  
 Olivier Bouin  
 François Nicoulaud



**Fondation RFIEA**  
 Contactez-nous!  
 Julien Ténédos  
 contact@rfiea.fr  
 01 49 54 22 12



**rfiea.fr**  
 190, avenue de France  
 75 013 Paris

## Pour aller plus loin

Retrouvez l'article de Matthias Thiemann, des contenus et références complémentaires sur [fellows.rfiea.fr](http://fellows.rfiea.fr)



**PUBLICATION**  
**Jan Willem Duyvendak**, ancien résident de l'**IEA de Paris** et **Christophe Bertossi**, ancien résident du **Collegium de Lyon**, viennent de publier « Les

migrations face au défi identitaire en Europe. Entre mémoire et identité : une crise européenne », in **RAMSES**, Dunod, 2016. L'hostilité que suscite aujourd'hui la question migratoire trouve ses racines dans les usages politiques de notions comme l'« identité nationale » ou les « valeurs occidentales ». Les débats politiques sur l'immigration ont évolué, depuis 30 ans, en faisant non plus une question de droits et de devoirs mais une question qui touche à l'identité même des Européens.

**CONFÉRENCE**  
 Le fossé entre les gagnants (les capitalistes, les entrepreneurs, les experts) et les perdants (les travailleurs routiniers) ne cesse de se creuser. Il devient de plus en plus délicat de le combler par plus de redistribution. **Philippe Askenazy** (directeur de recherches au CNRS et chercheur à l'École d'économie de Paris), invité par l'**IEA de Nantes**, livrera une analyse des mécanismes à l'œuvre aujourd'hui tirée de son dernier ouvrage *Tous rentiers!* Il explorera d'autres pistes : comment revaloriser le travail, remobiliser le monde du travail et affaiblir le capital?

**Lieu Unique**  
 Mardi 8 novembre 2016, 18h  
 2 Quai Ferdinand Favre, 44000 Nantes

**COLLOQUE**  
 L'**IMéRA d'Aix-Marseille** organise un cycle « Corps, soin et santé mentale dans l'exil », coordonné par Eléonore Armanet, Maître de conférences en anthropologie à l'Université d'Aix-Marseille, chercheur à l'IDEMEC - Institut d'ethnologie méditerranéenne, européenne et comparative (AMU/ CNRS). Le groupe croise les regards, les savoirs et langages de l'anthropologue et du clinicien pour explorer les effets de l'exil en contexte de migration – c'est-à-dire les dynamiques de « bricolage » identitaire, d'invention culturelle et de métissage, mais aussi le difficile exercice de la transmission entre les générations.

**IMéRA, IEA d'Aix-Marseille**,  
 Vendredi 4 novembre 2016, 10h-12h 30  
 13 place le Verrier, 13000 Marseille