

Hyman Minsky : un économiste visionnaire

par Laurence Scialom

L'économiste américain d'origine russe Hyman Minsky accordait une place centrale à la finance dans le fonctionnement des économies capitalistes. Cent ans après sa naissance, la crise remet en avant ses analyses de l'instabilité financière et ses pistes de réflexion sur les moyens de la contenir.

Hyman Minsky (1919-1996), fils de militants socialistes russes ayant fui la Russie en 1905, est un économiste postkeynésien américain. Après un bachelor de mathématiques obtenu à l'université de Chicago en 1941, il s'orienta vers l'économie. La guerre terminée, il commença à Harvard une thèse sous la direction de J. Schumpeter ; à la mort de celui-ci, W. Leontief lui succéda comme directeur de thèse. Minsky obtint son doctorat en 1954. Ses références étaient O. Lange, F. Knight, et surtout Keynes, dont il publia une biographie en 1975, et Schumpeter. Il partageait avec ces deux derniers un intérêt pour les cycles et pour les dynamiques de transformation du capitalisme. Il rejetait comme eux le concept d'équilibre, fondement de l'économie néo-classique, ainsi que l'approche désincarnée de l'économie qui l'accompagne. En opposition au tropisme des sciences économiques se nourrissant de modélisations toujours plus poussées et de modèles statistiques et économétriques sophistiqués, Minsky considérait que les équations mathématiques ne pouvaient rendre compte des transformations structurelles de l'économie et des comportements des acteurs financiers et non financiers. Pour Minsky, le capitalisme se révolutionne, se transforme et se recompose sans cesse sous la pression de forces endogènes. Toute son œuvre est façonnée par la volonté d'éclairer, d'analyser et de comprendre ces

mutations profondes et permanentes du capitalisme, son instabilité et le rôle de la finance dans ces dynamiques. De ce point de vue, il se pensait en filiation directe avec Keynes qui avait eu l'intuition géniale de décrypter l'économie sous le prisme de la finance, ce que Minsky désignait comme le « paradigme de Wall Street ». Au cours de sa vie académique Minsky a été professeur d'économie à Brown University, à Berkeley, à la Washington University de St Louis, avant de terminer sa carrière au Levy Economics Institute of Bard College, institution reconnue pour son ancrage post keynésien.

Stabiliser une économie instable, publié en 1986, est l'ouvrage le plus complet et le plus abouti d'Hyman Minsky. Il a été réédité en anglais en 2008 et traduit en français en 2015. Les dates de ces différentes publications ne sont pas neutres.

1986 : une voix forte opposée à la doxa de l'époque

Les années 1980 marquent la grande victoire des théories économiques qui sous-tendent le néo-libéralisme contemporain et la grande vague de libéralisation financière. Après une période d'après-guerre marquée par la forte influence des approches keynésiennes, l'école de Chicago domine alors la pensée économique. L'influence de la théorie des anticipations rationnelles et de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers est alors devenue considérable dans le monde académique. Plus grave pour le devenir du monde les décideurs politiques et la haute administration s'en accaparent et les transforment en véritables dogmes. C'est donc précisément au moment où la financiarisation de nos systèmes économiques s'approfondit avec la bénédiction des économistes dominants qui nous promettent une meilleure allocation des ressources, une meilleure dissémination et gestion des risques et une autorégulation des marchés financiers nous immunisant des risques de crises financières majeures qu'Hyman Minsky publie *Stabiliser une économie instable*. Cet ouvrage, complètement à contre-courant de la doxa de l'époque, nous met en garde contre l'instabilité endogène des systèmes financiers livrés à eux-mêmes. Il prêche alors dans le vide et est perçu comme un oracle de mauvais augure. Si ses contemporains souffrent d'amnésie et ont négligé les leçons de la crise des années 1930, lui ne l'oublia jamais. L'analyse de cette grande crise est fondatrice de sa pensée et structure l'intégralité de son œuvre. À tel point qu'en 1982 il publie un ouvrage au titre on ne peut plus explicite : *Est-ce que ça peut arriver de nouveau ?* Minsky n'oubliait pas que la grande crise avait été précédée d'une phase d'euphorie financière, d'un

optimisme économique aveugle, d'un accroissement considérable des inégalités, d'une explosion de l'endettement et d'une épidémie de fraudes financières. Le plus célèbre fraudeur de l'époque ayant été Carlo Ponzi qui laissa son nom à la fameuse « pyramide de Ponzi » dont Bernard Madoff (escroc financier contemporain) a repris le schéma. Cette arnaque consiste à attirer des investisseurs financiers en les alléchant avec des rendements financiers élevés et à payer ceux-ci grâce à l'épargne des derniers arrivants. Tant que les flux d'épargne entrant dans le schéma Ponzi excèdent les rendements financiers offerts aux premiers investisseurs, la course en avant peut continuer. Les fonds des derniers arrivants paient les rendements promis aux premiers. Dès que la confiance s'érode et que le doute s'installe, les nouveaux épargnants se font rares et le « château de cartes » s'effondre.

Mort en 1996, Minsky n'aura pas été spectateur de cette grande crise financière qu'il craignait tant et dont il avait par anticipation décrypté les mécanismes.

2008 : l'amertume d'une victoire posthume

C'est en 2008, alors que le système financier mondial est au bord du gouffre, qu'il apparaît que l'ouvrage de Minsky a fourni les clés de compréhension de cette crise majeure plus de vingt ans avant qu'elle se produise. Cette reconnaissance posthume donne lieu à ce que l'on a appelé le « moment Minsky ». Celui qui était perçu comme aveuglé par son obsession de la crise des années 1930 devient la référence incontournable et se voit cité amplement par ceux-là mêmes qui l'ignoraient et dont on peut parfois douter qu'ils l'aient lu. Mais l'engouement est vite retombé et l'influence de Minsky s'est rapidement estompée. L'évolution des positions de la Commission européenne illustre à merveille ce sentiment que la parenthèse est close, et que les leçons n'ont pas été pleinement tirées des enseignements de Minsky. Alors qu'après la crise de 2007-08 on affirmait que la stabilité financière était le prérequis indispensable à la croissance économique et à la création d'emploi, pour la Commission Juncker, entrée en fonction en 2014, l'ordre des termes est inversé : c'est la croissance économique qui devient le prérequis de la stabilité financière. Ce changement d'optique majeur conduit à travers l'union des marchés de capitaux à réactivation la titrisation censée permettre de dynamiser le financement de l'économie en particulier des PME. Étrange amnésie, oubli des racines de la crise de 2008 qu'avait si bien décryptées Minsky avant même qu'elle se produise.

Il n'est pas exagéré d'affirmer que Minsky est un visionnaire. Alors même que les systèmes financiers sont encore corsetés et très réglementés, il met en évidence le lien entre innovations financières, liquidité de bilan et instabilité. Il montre que les innovations financières permettent d'accroître la quantité de financements disponibles pour une quantité de monnaie centrale donnée, ce qui altère la capacité des banques centrales à maîtriser l'offre de financement. Elles conduisent les banques à réduire la liquidité de leur bilan en détenant moins d'actifs liquides facilement et rapidement convertibles en cash et à accroître leur levier d'endettement. Ces déformations de bilan permises par les innovations financières fragilisent les banques par une sous-capitalisation patente et une vulnérabilité au risque de liquidité.

Il décrivait alors les mécanismes qui, via des innovations financières dont les effets macroéconomiques furent totalement sous-estimés, conduiront à la crise de 2007-08.

Paradoxe de la tranquillité et hypothèse d'instabilité financière

L'hypothèse d'instabilité financière formulée par Keynes à propos des mécanismes ayant conduit à la grande crise des années 1930 est systématisée par Minsky. Elle désigne une tendance des économies capitalistes combinant les financements par le marché et par crédit bancaire à engendrer de manière endogène des phases de fragilisation financière croissante. Minsky analyse la crise financière comme endogène à un cycle financier lui-même inhérent au fonctionnement de la finance. Dans la conception Minskyenne, les marchés ne sont pas auto-régulateurs. Au contraire, ils participent à l'aveuglement général qui empêche de voir venir la crise financière. Celle-ci s'enracine dans la période de boom financier et d'optimisme économique qui se caractérise par le renchérissement des actifs financiers et immobiliers et l'expansion rapide du crédit, les deux se renforçant mutuellement. Cette euphorie financière est favorisée par des périodes de conditions monétaires et financières accommodantes, souvent accompagnées d'innovations financières. Ces conditions de financement favorables soutiennent l'activité, conduisant à des dérives de l'endettement, celui-ci apparaissant ex-post excessif, et à un surinvestissement dans certains secteurs, notamment l'immobilier. Les fragilités de bilan (trop de dettes et insuffisamment de fonds propres au passif et mauvaises créances à l'actif) qui en

résultent ne sont pas perçues par les agents, car occultées par l'illusion d'enrichissement créée par la surévaluation des prix des actifs. Lorsqu'un choc frappe l'économie, les ménages ou les entreprises surendettés se trouvent dans l'incapacité d'assurer le service de leur dette. La conception du rapport au risque sous-jacente à l'hypothèse d'instabilité financière est aux antipodes de celle véhiculée par la théorie standard de la finance dans laquelle l'aversion pour le risque est une constante psychologique des agents, ceux-ci étant plus ou moins avertis aux risques. Cette constance de l'aversion au risque induit des comportements de retour vers l'équilibre en cas de choc. Dans l'hypothèse d'instabilité financière, les agents non financiers et les banques prennent leurs décisions dans un environnement d'incertitude forte ce qui affecte le type de rationalité des comportements. Ils ont une aversion pour le risque variable et pro-cyclique, la confiance et les « esprits animaux » jouant un rôle clef. La variation du prix du risque provoque une logique d'amplification qui s'oppose au retour vers l'équilibre. Dans les périodes d'euphorie financière, l'aversion pour le risque dans les marchés du crédit baisse à la fois pour les demandeurs et pour les offreurs de crédit. Les marchés du crédit deviennent fragiles quand les agents pensent que le risque est minimal puisque les profits sont hauts, l'inflation basse et le coût du crédit bon marché. C'est le fameux paradoxe de la tranquillité. Le *spread* de crédit, c'est-à-dire l'écart des taux d'emprunt entre les meilleurs emprunteurs et des emprunteurs plus risqués, ne s'accroît pas. Cela signifie que les marchés financiers discriminent mal la qualité des différents emprunteurs et leur risque de défaut respectif alors même que l'exposition à la dette des emprunteurs s'élève avec la hausse de l'offre de crédit. Un risque d'insolvabilité s'accumule dans les bilans, sans que les agents n'en aient conscience tant que la vague d'euphorie financière se poursuit. Cette dynamique minskyenne a été au cœur de la crise financière de 2007-08. L'une des caractéristiques les plus spectaculaires de l'énorme expansion de l'endettement qui a financé la spéculation immobilière américaine a été l'écrasement des *spreads* de crédit pendant les années 2003 à 2006, c'est-à-dire la non-discrimination entre des emprunteurs de qualité différente. Rétrospectivement cela apparaîtra comme une sous-évaluation grossière du risque qui pourtant n'a pas attiré l'attention des régulateurs et des banques centrales pendant que le processus se déroulait. Si leur référentiel avait été Minsky, le diagnostic aurait été radicalement différent. Régulateurs, superviseurs et banques centrales aveuglés par le dogme de l'efficacité des marchés et de leur autorégulation, considéraient que les innovations financières donc la finance structurée, amélioreraient la complétude des marchés et les opportunités de disséminer le risque. Résultat : ils n'ont rien vu venir.

Si Minsky avait inspiré les réformes dans la banque et la finance

La résurgence de cycles financiers très marqués, jalonnés de crises financières récurrentes depuis les années 1980 conforte les analyses de Minsky. De la seconde guerre mondiale aux années 1970, le cycle financier n'existait pratiquement pas. Il était maîtrisé par la fameuse « répression financière ». Celle-ci qui désigne les fortes réglementations de la finance (taux administrés, entraves aux mouvements de capitaux, cloisonnement des systèmes financiers etc.) qui prévalaient. Or, les mots ont un sens et ce qualificatif porte en lui toute la réprobation de ceux qui l'employaient, sous-entendant qu'une finance bridée entrave la croissance et distord l'allocation des ressources et l'appréciation de risques. Pourtant, non seulement cela écarta les risques et coûts afférents aux crises financières mais cela conduisit aussi à une période de très forte croissance dans la plupart des pays développés. De nouveau Minsky eut raison : dans un capitalisme intrinsèquement instable, une trêve de stabilité ne peut être atteinte que par des conventions et des contraintes réglementaires. Le démantèlement de celles-ci s'est accompagné du retour de cycles financiers de plus en plus amples.

Si Minsky n'avait pas été ostracisé et avait pu murmurer à l'oreille des régulateurs et décideurs publics nous serions aujourd'hui dans un monde plus sûr. Le chapitre 13 de « stabiliser une économie instable » intitulé « un programme de réformes » nous donne de nombreuses clefs. Certaines des réformes préconisées sont datées et spécifiques à l'économie américaine, mais d'autres gardent toute leur actualité. Ainsi, la politique macroprudentielle, c'est-à-dire celle centrée sur la stabilité financière globale, même si le terme n'existait pas à l'époque, aurait été au cœur des politiques économiques alors qu'elle reste encore aujourd'hui très modeste. Cette politique vise à réduire la probabilité d'occurrence des crises financières systémiques. Elle mobilise pour cela des outils visant à atténuer le cycle financier (procyclicité) et à limiter la concentration des risques notamment dans les banques systémiques. Les risques financiers globaux sont complexes à appréhender et à évaluer. Ils s'inscrivent dans deux dimensions bien distinctes : d'une part, leur évolution au cours du temps et d'autre part leur distribution et concentration à un moment donné. Ces deux dimensions structurent les travaux de Minsky, même si les termes qu'il emploie pour les désigner sont datés et donc différents de ceux qui ont été popularisés depuis la crise financière globale. Celle-ci a montré que les expositions communes (similarité dans la composition des portefeuilles, expositions croisées au risque de contreparties qui créent une forte interdépendance entre les intermédiaires financiers, etc.) peuvent

conduire à la défaillance simultanée de nombre d'établissements. Il s'agit de la dimension transversale du risque systémique. La pro-cyclicité, quant à elle, désigne la tendance des intermédiaires financiers à accroître leurs expositions aux risques et à systématiquement les sous-évaluer dans les phases d'expansion. Ces deux externalités qui justifient la mise en place d'une régulation macro-prudentielle sont bien au cœur des travaux de Minsky. La pro-cyclicité du système financier se réfère aux processus multiples et souvent auto-renforçant par lesquels se constituent des fragilités financières cachées dans la phase ascendante du cycle financier (paradoxe de la tranquillité) qui rendront la crise financière d'autant plus grave si elle éclate dans la phase récessive. Elle se nourrit dans la période faste de biais systématiques de sous-évaluation des risques et d'une déformation des structures de financement vers des financements plus courts, ce qui évidemment renforce la vulnérabilité du système au risque de liquidité. Or, ce dernier présente des caractéristiques d'emblée systémiques du fait de l'interdépendance et des processus auto-renforçant entre illiquidité de marché et de financement. Dans les systèmes financiers contemporains, la création de liquidité se fait largement hors du système bancaire. L'élément central est l'utilisation des titres eux-mêmes (parfois issus de la titrisation) comme collatéral pour l'emprunt. Dans la période pré-crise, les banques parallèles (véhicules de titrisation, fonds monétaires et autres hedge funds) ont ainsi pu se financer à des taux très faibles alors qu'elles ne bénéficiaient pas de la garantie du gouvernement ni de la couverture du prêteur en dernier ressort. Ce type de financement est très pro-cyclique. Quand les prix d'actifs financiers montent, les collatéraux se valorisent ce qui facilite des financements abondants et peu chers. Quand les prix s'effondrent, le mécanisme joue à l'envers : le tarissement des financements alimente l'effondrement des prix d'actifs sans force de rappel. Les évidences empiriques sont en parfaite adéquation avec les analyses de Minsky quant au rôle des innovations financières dans l'accroissement du levier d'endettement dans le système financier.

Les régulations micro-prudentielles – réglementations qui visent à renforcer la robustesse des établissements financiers – contra-cycliques c'est-à-dire conçues et calibrées pour contrer le cycle financier – « *leaning against the wind* » – font désormais l'objet d'un consensus, notamment en raison de la pro-cyclicité reconnue des règles prudentielles qui tendent à amplifier les cycles financiers à la hausse comme à la baisse. En effet, le ratio réglementaire de capital bancaire est pondéré par les risques ce qui encourage une prise de risque pro-cyclique car les périodes prolongées de faible volatilité réduisent les mesures statistiques du risque donc allègent la contrainte en capital et incitent à la prise de risque. Dès que le cycle se retourne, un mouvement de balancier se produit, caractérisé par une aversion pour le risque excessive et un

alourdissement corrélatif de la contrainte en capital qui aggrave la phase récessive de désendettement. L'idée d'introduire de la contra-cyclicité dans la réglementation bancaire a été donc retenue par les accords de Bâle. Ainsi, le coussin de capital contra-cyclique à la discrétion des régulateurs nationaux illustre cette volonté de lutter contre la pro-cyclicité des règles prudentielles. Le ratio de levier simple, c'est-à-dire un ratio de capital non pondéré par les risques, introduit dans les réglementations en capital post-crise participe également à cette logique macroprudentielle. Il présente l'avantage d'être facile à mesurer, publiquement vérifiable et difficile à manipuler. Il agit indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibration et réduit donc le risque de capture du régulateur et d'arbitrage de régulation. Par ailleurs, une telle réglementation est en accord avec la logique macroprudentielle puisqu'elle « mord » dans la période d'euphorie financière en contraignant les banques soit à lever du capital soit à limiter la croissance de leur bilan. De la même manière, les nouveaux ratios de liquidité (LCR et NSFR) sont pensés comme devant contribuer à limiter la constitution de fragilités financières cachées dans la phase haute du cycle financier. Cette dimension de lutte contre la procyclicité « Minsky compatible » est amorcée dans les réformes post-crise, mais insuffisamment ambitieuse. La lutte contre la dimension transversale du risque systémique et contre les banques systémiques qui en sont porteuses est encore plus modeste.

Cette dimension transversale du risque systémique concerne la distribution des risques à un moment donné du temps. Elle se focalise donc sur la concentration des risques qui peut provenir soit d'expositions communes entre institutions financières provenant d'actifs comme les actifs dits toxiques, ou d'engagements comme par exemple une trop forte dépendance à l'endettement de court terme contracté sur les marchés auprès de fonds monétaires, de fonds spéculatifs ou d'autres institutions financières disposant d'excès de liquidité, soit de l'interdépendance entre les institutions financières qui crée une forte exposition au risque de défaut des contreparties. Le risque systémique dépend non seulement de la somme des risques portés par chaque établissement, mais aussi du degré de corrélation entre les bilans et les activités des établissements. Plus cette corrélation est forte plus le risque systémique est fort. Cette dimension transversale du risque systémique concerne en premier lieu les banques dites systémiques, celles trop grosses, trop complexes, trop internationalisées pour qu'elles soient soumises à la sanction du marché et puissent faire faillite. Dans ce domaine, les réformes engagées ne sont qu'embryonnaires.

Minsky pensait que les banques doivent être très étroitement régulées et contrôlées, et que le financement du tissu industriel des petites et moyennes

entreprises est favorisé par un système bancaire peu concentré, composé de nombreuses petites banques. Un tel système bancaire est aux antipodes de celui des pays développés qui est, tout particulièrement en Europe, dominé par des mastodontes bancaires. Alors qu'aujourd'hui, pour soutenir le financement des PME, la Commission cherche à réactiver le marché de la titrisation, et donc un type d'innovation financière dont Minsky a montré le rôle actif et nocif dans la fragilisation des systèmes financiers, une Commission inspirée par Minsky mettrait en œuvre une déconcentration du système bancaire et une véritable réforme de la structure des banques afin de promouvoir le financement de l'économie. Séparation ou cantonnement des activités entre banque de marché et banque commerciale et imposition d'un levier d'endettement plus contraignant seraient au premier rang des réformes à engager dans un esprit à la Minsky pour contrer la dimension transversale du risque systémique.

Au-delà des préoccupations de stabilité financière, Minsky pensait qu'il fallait favoriser les financements sur fonds propres plutôt que le financement par emprunt. Nombre de travaux de recherche convergent aujourd'hui vers cette conclusion et montrent qu'un niveau élevé d'endettement du secteur privé peut nuire à une croissance économique durable. Quand les ménages et les entreprises sont très endettés, ils deviennent très vulnérables à une hausse des taux d'intérêt ce qui accroît le risque que les pays soient pris dans le piège de la dette. Le maintien de taux bas vise à stimuler l'économie et à lutter contre les pressions déflationnistes, mais dans le même temps incite à s'endetter davantage ce qui loin de résoudre le problème ne fait que l'aggraver. Des options de politique économique existent pour désintoxiquer nos économies du financement par la dette et promouvoir un financement plus stable en capital. Cette phase de sevrage doit être soutenue par la politique fiscale. Elle doit systématiquement contrer le biais structurel de nos systèmes financiers qui incite tant les ménages que les entreprises à recourir à l'endettement plutôt qu'aux fonds propres via notamment des déductions fiscales de leurs intérêts d'emprunt. Dans le cas des entreprises les déductions vont souvent bien plus loin que les seuls intérêts d'emprunt. Les dispositifs fiscaux incitent à l'endettement qui lui-même alimente les bulles sur les marchés immobiliers et boursiers et contribuent à accroître les inégalités. Les subventions fiscales à l'endettement attisent le cycle financier ; or celui-ci est aujourd'hui mondial ; il faudrait donc que cette politique de suppression progressive des subventions au financement par la dette soit coordonnée au niveau international.

À l'heure où la tentation est forte d'une pause, voire d'un détricotage de la réglementation financière, où nos dirigeants semblent penser que les risques financiers

globaux sont derrière nous et que l'on peut baisser la garde, il est urgent de lire et/ou de relire Minsky. Cet économiste visionnaire, qui a su si bien décrypter les dynamiques internes au capitalisme financier à la source de son instabilité intrinsèque, a encore beaucoup à nous apprendre.

Publié dans lavedesidees.fr le 16 avril 2019