

## CHAQUE GRANDE CRISE EST DIFFÉRENTE

Pierre-Cyrille Hautcœur, École des hautes études en sciences sociales (EHESS) et École d'économie de Paris

La crise actuelle partage des caractéristiques importantes avec nombre d'autres, même si elle en diffère sur certains points. Telle est l'hypothèse de départ de Davide Furceri et d'Anabelle Mourougane qui cherchent, dans leur article, à préciser les unes et les autres à partir d'une comparaison avec un petit nombre de crises financières (cinq « profondes » et treize autres) ayant frappé divers pays développés depuis les années 1970. En ceci, les auteurs revendiquent la filiation méthodologique de Reinhart et Rogoff (2010), qui, dans un livre récemment traduit soulignent le caractère récurrent de nombre des caractéristiques des crises financières, jusque dans cette affirmation de particularité citée ironiquement dans leur titre (*Cette fois, c'est différent, huit siècles de crises financières*).

En utilisant un échantillon plus réduit que celui de Reinhart et Rogoff - grâce à quoi ils peuvent réunir un plus grand nombre de variables - les auteurs examinent de manière comparative successivement les origines de la crise actuelle, son déroulement, les politiques économiques menées pour la juguler et ses conséquences macroéconomiques probables. L'ensemble est mené de manière rapide - sans chercher à faire le tour d'une littérature qui s'accumule rapidement sur le sujet - mais avec maîtrise et pondération, et s'achève par la mise en garde contre les risques de recul de la croissance potentielle, sans doute une invite à un redressement volontaire et rapide des finances publiques des États concernés.

### La comparaison des crises : un exercice difficile

Dans leur effort de synthèse et d'approfondissement comparatif de la compréhension de la crise, les auteurs mettent en évidence que l'analyse comparée des crises financières demeure jusqu'à présent limitée. À n'en pas douter, la comparaison apporte souvent la lumière sur de tels sujets, mais toute comparaison n'est pas raison. L'accroissement quantitatif de l'échantillon de crises est peu utile s'il amène à comparer l'incomparable et ne conduit pas d'abord à une

typologie raisonnée des crises. En son temps, Juglar (1862) qualifiait de crise chaque retournement conjoncturel à la baisse, et construisait une théorie des cycles. On a, depuis, séparé les crises du cycle des affaires qu'il avait ainsi fait émerger, pour en faire des événements plus spécifiques. Certains ont proposé des typologies distinguant les crises de change, les crises bancaires, les bulles financières, les crises de dette publique (par exemple Bordo et Eichengreen, 2002). Faute d'une telle construction raisonnée d'échantillon, le risque est de comparer des crises qui n'ont presque rien à voir les unes avec les autres, ce qui risque de réduire les points communs à des évidences : le crédit, l'investissement, les prix d'actifs augmentent avant les crises puis baissent ; les crises ont un impact négatif sur la croissance ; les crises bancaires s'accompagnent souvent de crises boursières, de crises de change et de crises de la dette. Dans leur article, Furceri et Mourougane n'échappent pas totalement - comme nombre de travaux avant eux - à ce risque quand ils comparent à la crise mondiale actuelle des crises restreintes au niveau national. En effet, il semble difficile d'écarter *a priori* l'hypothèse que les interactions entre pays jouent un rôle crucial dans la crise actuelle, et que celle-ci est en premier lieu une crise globale.

### L'impact de la mondialisation financière

En effet, la crise actuelle se situe dans un contexte de mondialisation financière inégalée. Ce contexte semble avoir joué un grand rôle dans son déroulement et sa transmission rapide, même s'il n'est pas toujours pris en compte par des récits souvent centrés exclusivement sur les États-Unis. Il la différencie certainement de nombre des crises « locales » des années 1970 et 1980. Un recul plus grand et la comparaison avec d'autres crises « dans la mondialisation » comme celles de 1907 ou de 1929 (mentionnées rapidement par les auteurs) auraient mieux aidé à comprendre les effets de ce contexte, comme du démarrage de la crise dans l'économie mondiale dominante. Un exemple : les flux nets de capitaux internationaux atteignaient des niveaux plus élevés qu'aujourd'hui voici un siècle, lors

---

de la mondialisation de la Belle Époque, mais les flux bruts restaient plus faibles. Les institutions financières restaient en outre alors profondément nationales : les banques étaient peu internationalisées (leurs bureaux à l'étranger s'occupaient seulement de commerce international ou d'émissions de titres), les marchés de titres étaient nationaux même si les titres circulaient internationalement (Michie, 2007). Lors de la crise de 1907 - similaire à bien des égards dans ses débuts américains à la crise actuelle - les marchés boursiers européens furent affectés, mais les systèmes financiers restèrent essentiellement stables grâce à l'expérience acquise par les banques centrales et à leur coopération étroite (principalement entre la Banque d'Angleterre et la Banque de France). Moins structuré, le système bancaire américain souffrit tant que les États-Unis abdiquèrent leur hostilité envers le principe d'une banque centrale et créèrent la Réserve fédérale (Bruner et Carr, 2007).

La situation était différente en 1929 : les marchés boursiers étaient moins internationalisés car les titres américains et russes, cœur des portefeuilles anglais ou français de la Belle Époque et alors instruments principaux de l'arbitrage international, avaient perdu cette fonction du fait de la Première Guerre mondiale (rachetés par les Américains dans le premier cas, perdus pour les autres). Cette moindre intégration limita la diffusion du choc de Wall Street mais aussi son amortissement. En revanche, les banques étaient alors plus engagées dans le crédit international, y compris interbancaire, ce qui conduisit en particulier à la diffusion de la crise allemande vers le reste de l'Europe et les États-Unis. Surtout, aucune institution financière n'avait à la fois la puissance, l'expérience et la volonté d'intervenir pour stabiliser la situation, à la fois du fait des conflits résultant de la Grande Guerre en Europe et de l'isolationnisme de la nouvelle puissance dominante américaine (Kindleberger, 1973 ; Hautcoeur, 2009).

Aujourd'hui, les principales banques - surtout européennes - ont une activité réellement transnationale, et la part dans leur bilan (et en dehors) des créances entre institutions financières de différents pays, soit directes, soit à travers les marchés de produits dérivés, est considérable. Ceci joue un rôle peut-être plus crucial dans la diffusion et l'aggravation de la crise que l'im-

portance quantitative du crédit net aux agents non financiers ou même que l'accroissement du risque tel que mesuré habituellement. Dans une telle perspective, comprendre les transformations qualitatives du système financier mondial - en particulier l'asymétrie de mondialisation entre les institutions financières et leurs régulateurs - serait sans doute plus important que de comparer la crise à des crises nationales.

Un obstacle à une telle appréciation se trouve dans les méthodes de la macroéconomie moderne, puissamment influencées depuis les années 1980 par la théorie des cycles réels (Kydland et Prescott). Comparer au sein d'un même échantillon des crises d'importances et de déroulements très variés résulte en partie d'une hypothèse d'exogénéité des crises (hypothèse discutée incidemment par Furceri et Mourougane et rapidement acceptée), vues comme des chocs réels de type accidentel. L'émergence de crises majeures n'est pas vraiment envisagée comme un défi par une théorie qui se refuse à voir dans celles-ci une part intégrante des mécanismes économiques. Ceci conduit naturellement les auteurs - comme la littérature économique en général - à éviter de chercher des causes structurelles à la crise actuelle, qui en ce sens est bien mise sur le même plan que les crises mineures auxquelles elle est comparée. L'avenir dira s'ils ont raison, et leur hypothèse mérite à coup sûr d'être examinée. Quant à moi, j'aurais préféré une discussion des causes structurelles et une analyse de l'émergence endogène des crises dans la tradition qui va de Mitchell (1913) à Minsky (1986). De fait, cette tradition n'a probablement été marginalisée que par la raréfaction des crises dans le contexte du capitalisme financièrement « réprimé » (ou régulé...) des « Trente glorieuses », c'est-à-dire, paradoxalement, que par le succès après la grande dépression de la vision systémique des crises qu'elle propose.

### **Les crises financières majeures**

Une telle perspective conduirait à concentrer l'attention sur les crises financières graves - comme l'actuelle. Celles-ci (1848 en France, 1867 en Grande-Bretagne, 1907 et 1929 aux États-Unis, etc.) provoquent une destruction et une reconstruction du système financier à grande échelle (ainsi récemment de l'absorption des principales banques d'affaires par les banques de dépôt en quelques mois) ; ces transformations structu-

---

relles produisent des ruptures dans les politiques envisagées et mises en œuvre, qui les affectent en retour. Avec ces nouvelles institutions financières et nouvelles régulations, apparaissent aussi de nouveaux outils conceptuels et de nouvelles capacités d'observation (administrative et statistique) et donc d'action. Dans la crise actuelle, il est ainsi difficile de négliger *a priori* le rôle d'un système financier « fantôme », non régulé mais considérable, de normes comptables aux conséquences imprévues, ou des interactions entre diverses incitations émanant des pouvoirs publics (politique du logement, fiscalité), ou d'innovations radicales dans les formes de la politique monétaire. Avant la crise, on ne « voyait » pas le système financier fantôme parce qu'aucune régulation ne donnait les moyens de l'observer. De même, une grande partie des systèmes bancaires en Europe et aux États-Unis étaient invisibles avant les régulations des années 1930. Les crises rendent visibles - voire évidentes - certaines de leurs causes qu'on n'avait aucun moyen d'observer avant leur déclenchement, et cette caractéristique, que seule fait comprendre l'analyse historique, est essentielle dans les grandes crises.

De manière significative, quand Furceri et Mourougane veulent synthétiser les spécificités de la crise actuelle, ils parlent de sous-évaluation du risque, de prêts à des ménages insolubles, d'excès d'épargne. Pourtant, ainsi résumées, ces caractéristiques ne sont pas spécifiques à la crise actuelle : on ne voit pas comment il pourrait y avoir une crise financière sans sous-évaluation du risque et sans des emprunteurs s'avérant insolubles - *ex post* bien sûr. Quant à l'excès d'épargne, il est peu définissable autrement que par un taux d'intérêt trop bas, qui est bien équivalent à des prix d'actifs trop élevés, que, de nouveau, on observe *ex post*

une fois que les prix ont baissé. Ce ne sont donc pas les dimensions générales de ces caractéristiques qui sont spécifiques, mais bien les formes particulières qu'elles prennent, dans un cadre institutionnel et réglementaire particulier, et les modalités spécifiques de leur ajustement brutal.

\* \*  
\*

Le recours à la comparaison et à l'histoire peut donc être envisagé dans une perspective très différente - et, selon moi, plus riche : non pas dans l'élargissement d'une base de données pour des variables listées aujourd'hui, mais par l'expérience de la différence, voire de l'étrangeté. Peut-être que rien n'est jamais différent, mais alors comment pouvons-nous encore ne pas prévoir les crises ? Peut-être aussi que chaque grande crise est effectivement différente et que seule une compréhension détaillée des mécanismes économiques, mais aussi sociaux et politiques, qui les animent permet de rendre compte et de tirer des leçons - en termes de capacité à comprendre et à s'adapter - des crises passées.

En complément des études quantitatives portant sur de grands échantillons de crises, il est donc indispensable de développer des analyses détaillées des processus à l'œuvre dans les grandes crises passées, des comportements qui y ont cours, des modalités de reconstruction des institutions financières comme de la réglementation qui y sont à l'œuvre, et de leurs effets sur le fonctionnement du système financier et sur son observabilité pour les autorités comme pour les économistes. À cet égard, rien n'égale les travaux profondément historiques d'économistes comme Kindleberger (1978) ou Eichengreen (1996). □

---

## BIBLIOGRAPHIE

**Bruner R.F. et Carr S. (2007)**, *The Panic of 1907, Lessons From the Market's Perfect Storm*, Wiley.

**Eichengreen B. (1996)**, *Golden Fetters : the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.

**Eichengreen B. et Bordo M.D. (2002)**, « Crises Now and Then : What Lessons From the Last Era of Financial Globalization », *NBER Working Papers*, n° 8716.

**Hautcœur P.-C. (2009)**, *La crise de 1929*, La Découverte.

---

**Juglar C. (1862)**, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, Guillaumin.

**Kindleberger C. (1973)**, *The World in Depression: 1929-1939*, University of California Press (La grande crise mondiale, Economica, 1986).

**Kindleberger C. (1978)**, *Manias, Panics, and Crashes : A History of Financial Crises*, Wiley, New York (Histoire mondiale de la spéculation financière, Valor, 2005).

**Michie R. (2006)**, *The Global Securities Market. A History*, Oxford University Press.

**Reinhart C. et Rogoff K. (2009)**, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press (Cette fois, c'est différent, huit siècles de crises financières, Pearson, 2010).

**Minsky H.P. (1986)**, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw Hill.

---