

# LES ORIGINES DE LA CRISE ÉCONOMIQUE

Tant à gauche qu'à droite, on présente la crise économique actuelle comme une conséquence de la cupidité et une preuve de l'échec du capitalisme. Un représentant du Socialist Workers Party britannique évoque une « crise du capitalisme »<sup>1</sup>. Le Front national, parti français d'extrême droite, pose le même diagnostic et rappelle « la nécessité d'un État à la fois fort, régulateur et arbitre face à la spéculation financière internationale et aux fonds de pension prédateurs »<sup>2</sup>. La crise remet-elle en cause le capitalisme?



Cette Note économique a été préparée par **Pierre Lemieux**, économiste et professeur associé au Département des sciences administratives de l'Université du Québec en Outaouais.

Pour répondre à la question, nous examinerons les origines de la crise : se trouvent-elles dans les cycles économiques ordinaires, dans de mauvaises incitations du marché, dans des politiques monétaires malavisées, dans certaines caractéristiques du marché hypothécaire américain, dans la réglementation ou la déréglementation financières? Ces facteurs seront examinés tour à tour.

## Bulles spéculatives et cycles économiques

Le capitalisme – un système économique fondé sur la propriété privée et des marchés libres – semble produire des bulles et des vagues de prospérité auxquelles succèdent des panes et récessions économiques. C'est ce que l'on appelle le cycle économique. Les deux premiers tiers du XIX<sup>e</sup> siècle ont été témoins d'une crise tous les dix ans à peu près, mais leur fréquence a ralenti durant le dernier tiers. Le XX<sup>e</sup> siècle a connu deux crises mineures avant la grande dépression de 1929-1933 et quelques autres depuis<sup>3</sup>.

La Figure 1 montre la croissance trimestrielle du PIB (en dollars constants de 2000) du deuxième trimestre de 1961 au troisième trimestre de 2008. Si on définit une récession comme deux trimestres consécutifs sans croissance positive, on en décèle trois : deuxième et troisième trimestres de 1980; du

troisième trimestre de 1981 à la fin de 1982; et du deuxième trimestre de 1990 au premier trimestre de 1991.

La crise actuelle se rattache à une bulle apparue dans l'immobilier résidentiel américain à la fin des années 1990. Du début de l'an 2000 au premier trimestre de 2006, le prix des maisons a augmenté de 11 % par année. Depuis, il a chuté de 21 %<sup>4</sup>.

Les cycles économiques ne sont pas inquiétants en tant que tel, puisqu'ils servent éventuellement à la « destruction créatrice » dont parlait l'économiste Joseph Schumpeter (1883-1950) et, ainsi, à la croissance économique. De plus, dans une économie de marché, les participants ont intérêt à déceler les bulles et à éviter les actifs menacés. Comme l'a

noté l'économiste Harry Johnson (1923-1977), devant tout spéculateur déstabilisateur, un autre joue un rôle stabilisateur<sup>5</sup> : pour tout participant qui suit le troupeau et achète un morceau de la bulle, il y en a une contrepartie qui vend et limite ainsi l'accroissement du cours.

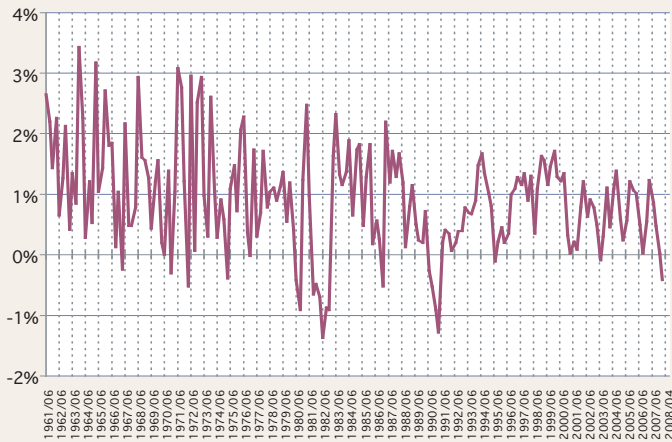
Peut-être une économie planifiée échapperait-elle aux cycles économiques, mais elle produirait peu de croissance et de prospérité. En vérité, les économies de l'ancien bloc communiste subissaient des cycles<sup>6</sup>. Les



1. Stephen Moss et Jon Henley, « What do opponents of capitalism make of the credit crunch? », *The Guardian*, 17 septembre 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/17/recession.labour>.
2. Front national, « Les conséquences de la crise financière », Communiqué, 9 octobre 2008, <http://www.frontnational.com/communiquedetail.php?id=1804>.
3. Charles P. Kindleberger et Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes*, John Wiley & Sons, 2005, p. 24 et *passim*.
4. D'après l'indice du prix des maisons S&P/Case-Shiller, [http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices\\_csmahp/2,3,4,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html](http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices_csmahp/2,3,4,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html).
5. Rapporté dans Charles P. Kindleberger et Robert Aliber, *op.cit.*, note 3, p. 46.
6. Barry W. Ickes, « Do Socialist Countries Suffer a Common Business Cycle? », *Review of Economics and Statistics*, vol. 72, no 3 (août 1990), p. 397-405.

FIGURE 1

## Croissance trimestrielle réelle du PIB (taux annuels) au Canada (1961-2008)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 380-0002. Par exemple, « 1961/06 » indique le deuxième trimestre (qui se termine à la fin du sixième mois) de 1961.

processus politiques et bureaucratiques peuvent fort bien avoir pour effet d'amplifier les modes sociaux et économiques (c'est-à-dire les bulles) au lieu de les atténuer.

### Innovation et incitations

Devant la crise actuelle, certains analystes blâment des innovations financières telles que les titres financiers adossés à ces actifs<sup>7</sup>, les instruments dérivés complexes (les *credit default swaps* ou CDS, par exemple)<sup>8</sup> ainsi que parfois les *hedge funds*, grands utilisateurs d'instruments dérivés. Ce diagnostic est problématique puisque des instruments dérivés complexes existent depuis quelques décennies. Quant aux *hedge funds* (dont les actifs atteignaient 1900 milliards de dollars US à la fin de 2007), ce ne sont pas eux qui ont déclenché la crise et leur valeur n'a pas chuté davantage (on estime cette baisse à 17,7 %) que celle des marchés boursiers (32,3 % selon l'indice industriel Dow Jones)<sup>9</sup>.

L'intérêt personnel et la cupidité se manifestent dans tous les systèmes sociaux, capitalistes ou socialistes, et à toutes les époques. Pourquoi cette caractéristique universelle de la nature humaine poserait-elle plus de problèmes aujourd'hui? Comme l'intérêt personnel, la cupidité peut dégénérer en fraude, mais on notera que la fraude qui a fait les manchettes à Wall Street n'a été que révélée par la crise et n'y a pas joué de rôle moteur.

Des analystes ont décelé des incitations perverses dans la règle comptable de la valorisation continue des actifs au prix du marché (*mark-to-market*). Cette règle a obligé des sociétés à constater des pertes à la suite de la réduction de la valeur de certains actifs, contribuant à la contagion et aux troubles financiers. Ce genre de règle vient d'organismes (comme le Financial Accounting Standards Board aux États-Unis) qui exercent des pouvoirs réglementaires délégués par l'État (la Securities and Exchange Commission dans ce pays). Le défaut de ce genre de règle est celui de toute règle non contractuelle, imposée d'en haut : elle s'adapte mal à des conditions différentes ou changeantes. La critique remet donc en cause davantage la réglementation que le marché.

### La politique monétaire

Il faut se demander pourquoi certains troubles économiques, au lieu de se manifester dans les récessions semblables au krach des *dotcoms* en 2000, dégèrent en récessions plus dures, voire en dépressions?

Une réponse se trouve dans les effets éventuellement déstabilisateurs de mauvaises politiques monétaires. La politique monétaire consiste à gonfler ou à contracter la masse monétaire pour stimuler ou ralentir l'économie. Par exemple, il est généralement admis que, si le krach de 1929 s'est mué en dépression, c'est en bonne partie parce que la Fed (la banque centrale américaine, créée en 1913) a réagi en réduisant la masse monétaire<sup>10</sup>.

Plusieurs économistes soutiennent que la bulle immobilière a été gonflée par l'accroissement de la masse monétaire américaine de 2000 à 2003, ce qui a poussé les taux d'intérêt aussi bas que 1 % en 2003<sup>11</sup>. À l'instar de Ludwig von Mises (1881-1973) et du lauréat Nobel Friedrich Hayek (1899-1992), l'école « autrichienne » d'économie voit dans l'accroissement arbitraire de la masse monétaire la cause principale des fortes récessions. Selon ces économistes, un boom économique nourri par la création de monnaie est promis au krach. Certains avaient prédit l'éclatement de la bulle immobilière<sup>12</sup>.

Ceux qui ne croient pas à la thèse de la bulle monétaire font remarquer que, sous la gouverne d'Alan Greenspan, certaines mesures de la masse monétaire ont affiché une croissance

*Les processus politiques et bureaucratiques peuvent fort bien avoir pour effet d'amplifier les modes sociaux et économiques (c'est-à-dire les bulles) au lieu de les atténuer.*

7. John M. Quigley, « Compensation and Incentives in the Mortgage Business », *The Economists' Voice*, octobre 2008, <http://www.bepress.com/ev/vol5/iss6/art2/>.

Voir également Luigi Zingales, « Plan B », *The Economists' Voice*, octobre 2008, <http://www.bepress.com/ev/vol5/iss6/art4/>.

8. G20, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 novembre 2008, <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>.

9. Données pour les onze premiers mois de 2008 ; voir « Locked Away », *The Economist*, 11 décembre 2008, et Yahoo Finance pour les données du Dow Jones Industrial Average.

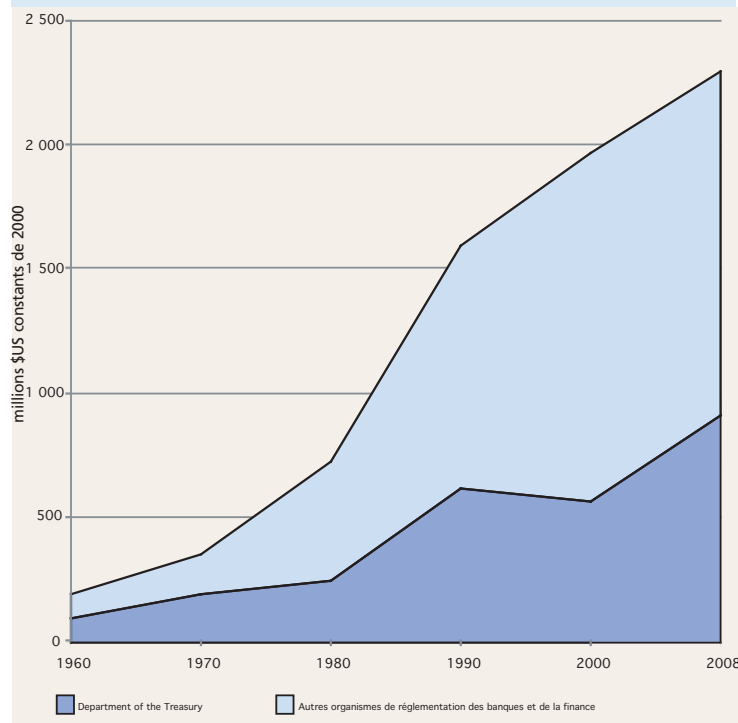
10. Milton Friedman et Anna Jacobson Schwartz, *The Great Contraction 1929-1933*, Princeton University Press, 2008.

11. Voir, par exemple, George A. Selgin, « Guilty as Charged », *Mises Daily*, 7 novembre 2008, <http://mises.org/story/3200>.

12. Mark Thornton, « Is the Housing Bubble Popping? », *LewRockwell.com*, 8 août 2005, [www.lewrockwell.com/thornton/thornton27.html](http://www.lewrockwell.com/thornton/thornton27.html).

FIGURE 2

### Dépenses de réglementation des banques et institutions financières par le gouvernement fédéral des États-Unis



\* Organismes de réglementation incorporés au Department of the Treasury : Comptroller of the Currency, FinCEN, Office of Thrift Supervision. Autres bureaux qui réglementent les banques et institutions financières : Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, National Credit Union Administration, Farm Credit Administration et Federal Housing Finance Board.

Source : Véronique de Rugy et Melinda Warren, *Regulatory Agency Spending Reaches New Height. An Analysis of the U.S. Budget for Fiscal Year 2008 and 2009*, Mercatus Center et Weidenbaum Center, 2008.

ralentie après 2003<sup>13</sup>. De fait, le taux d'inflation est demeuré faible. De plus, la bulle immobilière a précédé l'emballement de la masse monétaire. Si des erreurs de politique monétaire ont joué un rôle dans la crise actuelle, la cause la plus importante ne se trouve pas nécessairement là.

### Le marché hypothécaire américain

Rappelons un fait important : la crise a commencé dans le marché américain des prêts hypothécaires résidentiels durant l'été de 2007. Or, il faut comprendre que ce marché était entravé

Depuis le *Community Reinvestment Act (CRA)* de 1977, une série de textes législatifs et réglementaires ont forcé les institutions financières américaines à relâcher les critères du crédit hypothécaire.

par un grand nombre de distorsions et d'interventions de la part des pouvoirs publics<sup>14</sup>.

Depuis le *Community Reinvestment Act (CRA)* de 1977, une série de textes législatifs et réglementaires ont forcé les institutions financières américaines à relâcher les critères du crédit hypothécaire sous prétexte de lutter contre la discrimination. Durant les années 1990, les banques de ce pays furent menacées de sanctions, voire poursuivies par le gouvernement fédéral, si elles ne maintenaient pas une bonne cote au regard du CRA. Un guide de la Fed de Boston concernant les prêts hypothécaires CRA destinés aux clients des minorités culturelles contenait un avertissement : « Une institution financière qui ne respecte pas la *Equal Credit Opportunity Act* ou le Règlement B pourrait engager sa responsabilité civile et faire face à des dommages actuels ou punitifs à la suite de poursuites ou de recours collectifs. »<sup>15</sup>

Des prêts hypothécaires « *subprime* » furent ainsi consentis à des emprunteurs à risque caractérisés par des revenus insuffisants, de mauvaises cotes de crédit et des apports personnels faibles ou nuls. Countrywide Financial, le plus gros prêteur hypothécaire dans le marché américain, qui devait ensuite frôler la faillite avant d'être acquis par la Bank of America au début de 2008, n'était que l'une de ces « entreprises éthiques » qui émoussaient les critères du crédit hypothécaire. Un rapport de Fannie Mae daté de 2002 qualifiait tout cela d'« innovation hypothécaire ». L'expérience démontrait pourtant que les *subprimes* avaient dix fois plus de chances que les prêts hypothécaires normaux de se terminer par une saisie. Les prêts hypothécaires à taux variable, particulièrement alléchants quand l'immobilier est en hausse, ont aussi fortement – et peut-être davantage – contribué à la débâcle<sup>16</sup>.

Pourquoi les prêteurs hypothécaires ne craignaient-ils pas la fin de la bulle et les défauts de paiement qui s'ensuivraient nécessairement? Parce que plusieurs ne conservaient pas les prêts hypothécaires comme actifs à leur bilan, mais les titrisaient pour les revendre sur le marché. Les investisseurs qui acquéraient les nouveaux titres les considéraient sans risque puisque les actifs sous-jacents bénéficiaient de la garantie explicite ou implicite de l'État fédéral.

Deux quasi-sociétés d'État dites « *government-sponsored enterprises* » (GSE), Fannie Mae, créée en 1938, et Freddie Mac, établie en 1970, jouaient un rôle de premier plan dans les garanties accordées aux prêts hypothécaires *subprime*. À partir des années 1990, le ministère fédéral de l'habitation (Department of Housing and

13. David R. Henderson et Jeffrey Rogers Hummel, « Greenspan's Monetary Policy in Retrospect », *Cato Institute Briefing Papers*, no 109 (3 novembre 2008), [http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=9756](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=9756).

14. Voir Stan J. Liebowitz, « Anatomy of a Train Wreck: Causes of the Mortgage Meltdown », *Independent Policy Report*, 3 octobre 2008, [http://www.independent.org/publications/policy\\_reports/detail.asp?type=full&id=30](http://www.independent.org/publications/policy_reports/detail.asp?type=full&id=30). Voir également Lawrence H. White, « How Did We Get into This Financial Mess? », *Cato Institute Briefing Papers*, no 110 (18 novembre 2008), [http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=9788](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=9788).

15. Cité dans Liebowitz, *op. cit.*, note 14, p. 8.

16. *Id.*, p. 18 et suivantes.

Urban Development) ordonna aux deux GSE d'augmenter leurs prêts hypothécaires aux pauvres. À l'aube de la crise, ces deux organismes possédaient ou garantissaient à peu près la moitié des prêts hypothécaires résidentiels aux États-Unis.

Du début des années 1990 à 2004, ces politiques du logement eurent pour effet d'augmenter de 64 % à 69 % le nombre de ménages propriétaires. La bulle immobilière qui commença à la fin des années 1990 en fut tributaire. La baisse des taux d'intérêt de 2000 à 2004 gonfla la bulle davantage. Après avoir atteint un sommet en 2006, le prix des maisons chuta. Ceux qui avaient acheté leur maison avec un faible apport personnel découvrirent que leur prêt hypothécaire était plus lourd que la valeur de leur maison, et plusieurs décidèrent de simplement abandonner celle-ci – ce que la loi dans certains États américains rendait particulièrement facile. Les prêts hypothécaires et les titres fondés sur ceux-ci chutèrent, avec les répercussions que l'on sait sur le reste du système financier.

*Depuis 1960, les dépenses du gouvernement fédéral américain pour contrôler la finance et les banques ont été multipliées par douze en dollars constants.*

## La déréglementation bancaire et financière

Les marchés financiers ont connu une certaine déréglementation, mais qui s'est à peu près limitée à des lois qui, des années 1980 à la fin des années 1990, ont graduellement supprimé le *Glass-Steagall Act* de 1932. Cette déréglementation limitée permettait aux banques américaines de faire ce que les banques européennes pouvaient déjà faire, comme exploiter des maisons de courtage mobilier ou ouvrir librement des succursales. Comme au Canada, cette libéralisation partielle a renforcé les banques commerciales.

Notons cependant que d'autres textes législatifs augmentaient simultanément le fardeau réglementaire des entreprises financières. Par exemple, la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Improvement Act* de 1991 et la *Federal Deposit Reform Act* de 2002 accrurent le pouvoir de la

FDIC. D'autres exigences réglementaires frappèrent les banques et institutions financières, comme celles de la SEC. Au cours des années, la SEC obtint de nouveaux pouvoirs, dont ceux du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. Les règles comptables devinrent plus contraignantes.

Une manière de mesurer objectivement l'évolution du fardeau réglementaire net dans l'industrie bancaire et financière consiste à mesurer les budgets des organismes de réglementation. La Figure 2 reproduit de telles données, compilées par le Mercatus Center et le Weidenbaum Center. On y constate que, depuis 1960, les dépenses du gouvernement fédéral américain pour contrôler la finance et les banques ont été multipliées par douze en dollars constants. Même durant la décennie Reagan (les années 1980), ces dépenses réglementaires ont plus que doublé en dollars constants<sup>17</sup>.

Avant même la crise de 2008, les banques en exploitation aux États-Unis devaient se conformer à plus de 80 lois et règlements<sup>18</sup>. Léon Courville, ancien dirigeant de la Banque Nationale du Canada, note que « la croissance de l'intermédiation financière au cours des dernières années résulte moins d'une libéralisation que de nouvelles règles imposées aux banques et autres institutions financières »<sup>19</sup>.

## Conclusion

Il apparaît que ce n'est pas un manque de réglementation qui a provoqué la crise actuelle. Les marchés qui ont déclenché la crise se caractérisaient par une forte intervention étatique. De manière plus générale, John B. Taylor de l'Université Stanford conclut de son analyse empirique que « les actions et interventions gouvernementales [y compris la politique monétaire] ont causé, prolongé et aggravé la crise financière »<sup>20</sup>. Nonobstant les idées reçues, il semble bien les troubles actuels manifestent davantage une défaillance de l'État qu'une défaillance du marché<sup>21</sup>.



1010, rue Sherbrooke O., bureau 930  
Montréal (Québec) H3A 2R7, Canada  
Téléphone (514) 273-0969  
Télécopieur (514) 273-2581  
Site Web www.iedm.org

L'Institut économique de Montréal (IEDM) est un organisme de recherche et d'éducation indépendant, non partisan et sans but lucratif. Par ses études et ses conférences, l'IEDM alimente les débats sur les politiques publiques au Québec et au Canada en proposant des réformes créatrices de richesse et fondées sur des mécanismes de marché.

Fruit de l'initiative commune d'entrepreneurs, d'universitaires et d'économistes, l'IEDM n'accepte aucun financement gouvernemental.

Présidente du conseil :  
HÉLÈNE DESMARAIS

Président :  
MICHEL KELLY-GAGNON

Vice-président et économiste en chef :  
MARCEL BOYER

Les opinions émises dans cette publication ne représentent pas nécessairement celles de l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration.

La présente publication n'implique aucunement que l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration souhaitent l'adoption ou le rejet d'un projet de loi, quel qu'il soit.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

Institut économique de Montréal  
© 2009

Imprimé au Canada

Illustration :  
Benoît Lafond

Infographie :  
Valna inc.

17. Véronique de Rugy et Melinda Warren, *Regulatory Agency Spending Reaches New Height. An Analysis of the U.S. Budget for Fiscal Year 2008 and 2009*, Mercatus Center et Weidenbaum Center, août 2008, <http://mercatus.org/PDFDownload.aspx?contentID=20574>.

18. Voir Banker's Academy, *Banking Regulations*, <http://www.bankersacademy.com/bankingregs.php>.

19. Léon Courville, « Socialized Risk », *Financial Post*, 17 octobre 2008.

20. John B. Taylor, *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, novembre 2008, [www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf](http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf).

21. Sur la question des défaillances de l'État, voir Pierre Lemieux, *Comprendre l'économie. Ou comment les économistes pensent*, Belles Lettres, 2008, chapitres 18 et 19.