

## **De la crise de 1929 à celle de 2008**

### **Que pense le président de la FED de la crise bancaire ?**

par Maya BEAUVALLÉ

L'histoire connaît des ironies : Ben Bernanke, avant d'être le président de la FED, La banque centrale américaine, a été un économiste brillant et fin connaisseur du système bancaire. Surtout, sa carrière en tant qu'économiste a été lancée suite à la publication d'un article de recherche qui a modifié en profondeur la compréhension du système financier : un article qui explique la crise de 1929 et ce que la banque centrale de l'époque n'a pas su faire. Il n'est pas donné à tous les économistes, non seulement d'inventer des outils de compréhension, de fonder des théories et de construire des modèles, mais surtout d'avoir l'occasion de vérifier *in situ* la validité de ces modèles. La crise des *subprimes* qui a éclaté en juillet 2008 et qui se transforme en crise financière généralisée et en récession donne l'occasion à Ben Bernanke de faire ce que la banque centrale n'avait pas fait en 1929 et peut-être d'espérer que la crise de 2008, si elle a les mêmes mécanismes de propagation que celle de 1929, n'ait pas les mêmes conséquences.

Très clair, liant très étroitement histoire économique des faits et théorie économique, l'article de Ben Bernanke présente l'analyse du canal du crédit. Le point de départ de l'analyse est simple : la macro-économie a omis d'analyser un marché, à côté de celui des biens et celui de la monnaie, celui du crédit. Ce dernier marché est particulièrement important car l'asymétrie d'information entre le créancier et le débiteur modifie les comportements. Un acteur fondamental de ce marché est la banque, de par son rôle d'analyse de l'information. Les marchés financiers sont incomplets : l'intermédiation bancaire requiert un service d'information qu'offrent les banques. Ainsi, les faillites bancaires en réduisant l'efficacité du

secteur financier augmentent le coût de l'intermédiation, ce qui réduit le crédit et diminue la demande. Une crise bancaire aura donc des conséquences réelles.

Les banques assurent le financement externe des entreprises et de ce point de vue les obligations et les crédits bancaires ne sont pas substituables parfaitement. L'existence du canal du crédit dépend de plusieurs facteurs : pour qu'il existe une contrainte de financement, il faut que le capital de la firme provienne en partie du crédit bancaire et non des obligations ; les investissements sont sensibles au niveau du taux d'intérêt ; et les banques réagissent à la politique monétaire de la banque centrale.

Par delà l'accent mis sur un des mécanismes de propagation des crises et des fluctuations, le canal du crédit, l'article ici présenté est exemplaire dans son souci de rendre compte avec précision d'un épisode important : la crise de 1929. Il fournit ainsi, une explication alternative à l'explication monétariste dans les causes de la dépression. Le canal du crédit fournit un mécanisme supplémentaire d'action de la politique monétaire.

Cet article est paru en français dans *Textes fondateurs en sciences économiques depuis 1970*, Bréal, 2003. L'ensemble des articles parus dans cet ouvrage est désormais téléchargeable en ligne sur le site de l'éditeur, [www.editions-breale.fr](http://www.editions-breale.fr)

## **Le canal du crédit et le rôle du système bancaire<sup>1</sup>**

par Ben BERNANKE

De 1930 à 1933, le système financier des États-Unis a connu des conditions parmi les plus difficiles et les plus chaotiques de son histoire. Des vagues de faillites bancaires culminèrent dans la fermeture, en mars 1933, du système bancaire (et de nombreux autres intermédiaires et marchés). Par ailleurs, toutes les catégories d'emprunteurs, à l'exception du gouvernement fédéral, connurent des taux exceptionnellement élevés de défaut de remboursement et de banqueroute.

Un aspect intéressant des crises financières et, plus précisément, des faillites bancaires, était leur concordance dans le temps avec les contractions de l'activité économique<sup>2</sup>. En particulier, une amorce apparente de reprise après la récession de 1929 et 1930<sup>3</sup> a été interrompue au moment de la première crise bancaire de novembre et décembre 1930; la reprise naissante dégénéra en nouveau marasme pendant la panique du milieu de 1931; et l'activité économique comme le système financier touchèrent chacun le fond au moment du moratoire bancaire de mars 1933. C'est seulement avec le rétablissement, de 1933 à 1935, du système financier par le New Deal que l'économie commença à sortir lentement de la Grande Dépression.

Une explication possible de ces mouvements synchronisés est que le système financier répondait seulement, sans les provoquer, aux baisses du produit national. Cependant, cela est

---

<sup>1</sup> Bernanke, B., 1983, Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, *The American Economic Review*, vol.73, juin, 3, 257-276.

<sup>2</sup> Ceci est montré plus précisément ci-dessous, dans les parties I.C et IV.

<sup>3</sup> Cet article ne s'intéresse pas aux causes de la première crise de 1929-1930. Milton Friedman et Anna Schwartz [1963] ont insisté sur l'importance du resserrement « anti-spéculatif » de la politique monétaire par la Réserve Fédérale. D'autres comme Peter Temin [1976] ont mis en évidence des effets propres à la consommation.

contredit par les faits suivants : d'une part, les problèmes du système financier avaient tendance à précéder les récessions, et, d'autre part, de nombreux auteurs ont montré que les origines des paniques financières étaient sans lien avec la baisse du produit national (cf. partie IV).

Parmi les explications qui insistent sur un lien de causalité jouant dans l'autre sens, la plus importante est celle que l'on doit à Milton Friedman et Anna Schwartz. Se concentrant sur les difficultés des banques, ils ont mis en évidence deux manières dont celles-ci ont aggravé la récession: premièrement, en réduisant la richesse des actionnaires des banques; deuxièmement, et ce de manière plus importante, en entraînant une baisse rapide dans l'offre de monnaie. Cette interprétation monétaire est fréquemment soutenue. Toutefois, il ne s'agit pas d'une explication suffisamment complète du lien entre le système financier et le système productif dans les années 1930. La première insuffisance provient du fait qu'aucune théorie des effets de la monnaie sur l'économie réelle n'explique un impact durable de la monnaie sur l'activité. De plus, la baisse de l'offre de monnaie pendant cette période est quantitativement insuffisante pour expliquer à elle seule la baisse du produit national [cf. partie IV].

Cet article prolonge le travail de Friedman et Schwarz et envisage une troisième manière dont les crises financières (dans lesquelles nous incluons les banqueroutes des débiteurs et les faillites des banques et autres créiteurs) ont eu un effet sur l'activité réelle. La prémisse de ce raisonnement est que, les marchés du crédit sont incomplets. Par conséquent, le besoin d'un intermédiaire (ou « intermédiation ») entre certaines catégories d'emprunteurs et de prêteurs nécessite des services de construction des marchés et de collecte d'information. Comme je tâcherai de le montrer, les difficultés de 1930 à 1933 ont réduit l'efficacité du secteur financier dans son ensemble à effectuer ces services. Comme les coûts réels de l'intermédiation augmentaient, le crédit est devenu cher et difficile à obtenir pour certains emprunteurs (en particulier les ménages, les agriculteurs, et les petites entreprises). Les effets de ce resserrement du crédit sur la demande globale ont contribué à transformer la récession sévère, mais pas sans précédent, de 1929 et 1930, en dépression durable.

Il faut noter dès à présent que ma théorie n'offre pas une explication complète de la Grande Dépression (par exemple, rien n'est dit sur 1929 et 1930). En outre, elle ne contredit pas nécessairement des explications déjà existantes<sup>4</sup>. Cependant, elle présente l'intérêt suivant

---

<sup>4</sup> Cf. Karl Brunner [1981] pour une vue d'ensemble des explications contemporaines de la dépression. Cf.

: d'une part, elle semble capable d'expliquer, d'une façon différente des théories actuelles, la longueur et l'intensité inhabituelles de la dépression; d'autre part, elle peut le faire sans recourir à l'hypothèse d'un comportement irrationnel des agents économiques privés. Comme la réconciliation de l'inefficace manifeste de la dépression avec le postulat d'un comportement rationnel des agents reste, en macroéconomie, une importante énigme non résolue, ces deux raisons suffisent, à elles seules, à fournir une raison d'envisager sérieusement cette théorie.

Cet article ne semble pas avoir de précédent dans la littérature économique<sup>5</sup>. Le travail de Lester Chandler [1970, 1971] fournit la meilleure discussion historique de l'extension de la crise financière; cependant, il ne développe pas le lien avec les performances macroéconomiques. A partir d'Irving Fisher [1933] et A.G. Hart [1938], existe toute une littérature sur le rôle macroéconomique de la dette intérieure; un exemple récent et intéressant est l'article de Frederic Mishkin [1978], qui insiste sur les bilans et la liquidité des ménages. Benjamin Friedman [1981] a écrit sur la relation entre crédit et activité globale. Hyman Minsky [1977] et Charles Kindleberger [1978] ont à plusieurs reprises soutenu l'idée de l'instabilité fondamentale du système financier, mais, ce faisant, ils ont dû s'éloigner de l'hypothèse d'un comportement économique rationnel<sup>6</sup>. Aucun des auteurs mentionnés ci-dessus n'a insisté sur les effets de la crise financière sur les coûts réels de l'intermédiation du crédit, l'objet de notre travail.

L'article est organisé ainsi : la première partie présente quelques éléments sur la crise financière de 1930 à 1933, ses causes, et sa concordance avec les variations du produit global. La deuxième partie introduit l'argument principal de cet article. J'explique comment les ruées sur les banques et l'extension des défauts de remboursement peuvent avoir réduit l'efficacité du secteur financier dans ses fonctions d'intermédiation. Quelques preuves de ces effets sont présentées.

Dans la troisième partie, les canaux possibles par lesquels la réduction de l'efficacité financière a pu avoir un impact sur la production sont discutés. Des résultats d'estimation,

---

aussi Robert Lucas et l'article de Leonard Rapping in Lucas [1981].

<sup>5</sup> Ceci est particulièrement vrai des travaux les plus récents, qui ont tendance à ignorer les effets non monétaires de la crise financière. Les auteurs plus anciens semblaient, quant à eux, souvent considérer comme évidentes les perturbations créées par la crise financière.

<sup>6</sup> Je ne nie pas la possible importance de l'irrationalité dans la vie économique ; toutefois, il semble que la meilleure stratégie de recherche soit de pousser le postulat de rationalité aussi loin que faire se peut.

sous forme réduite, présentés dans la quatrième partie, suggèrent que compléter une approche purement monétaire par ma théorie améliore de manière significative l'explication du lien entre secteur financier et activité à court terme. La cinquième partie étudie la persistance de ces effets.

Des aspects internationaux du lien entre secteur financier et activité sont discutés brièvement dans la sixième partie. La septième partie conclut.

## 1. Quelques éléments sur l'effondrement du système financier

Les problèmes auxquels a fait face le système financier des États-Unis entre octobre 1930 et mars 1933 ont déjà été décrits en détails<sup>7</sup>, mais il est utile de rappeler quelques faits ici. Ce rappel étant fait, notre attention se tournera vers la question centrale de cet article.

[...]

### A. La faillite des institutions financières

[...]

La gravité des crises bancaires de la Grande Dépression est bien connue de ceux qui étudient cette période. La proportion de banques qui firent faillite chaque année de 1930 à 1933 compris était de 5,6%, 10,5%, 7,8% et 12,9%; du fait des faillites et des fusions, le nombre de banques en activité à la fin de 1933 était à peine supérieure à la moitié de celles qui existaient en 1929<sup>8</sup>. Les banques qui survécurent connurent de lourdes pertes.

Les causes de l'effondrement bancaire sont mieux comprises dans le contexte historique. Il faut d'abord noter que les faillites bancaires n'étaient pas une nouveauté à l'époque de la Dépression. Le système américain, composé essentiellement de petites banques indépendantes, avait toujours été particulièrement vulnérable (des pays avec quelques grandes banques, comme la Grande-Bretagne, la France ou le Canada, n'avaient jamais connu

---

<sup>7</sup> Cf. en particulier Chandler [1970, 1971] et Friedman & Schwartz

<sup>8</sup> D'après Cyril Upham et Edwin Lamke (1934). Comme les petites banques étaient les plus susceptibles de faire faillite, la proportion de clients que représentaient les banques ayant cessé leur activité était plus faible. Finalement, les déposants récupérèrent environ 75% de leurs dépôts; cf. Friedman & Schwarz, p. 438.

des difficultés bancaires de la même échelle que les États-Unis). La prépondérance de petites banques était due en grande partie à une régulation qui reflétait les peurs à l'égard des grandes banques et des « trusts ». [...] Dans ce type d'environnement, un nombre significatif de faillites était prévisible et même probablement souhaitable. Les faillites dues à des « causes naturelles » (comme la dépression agricole des années 1920 qui vit s'effondrer de nombreuses petites banques rurales) étaient monnaie courante<sup>9</sup>.

Toutefois, à part le simple manque de viabilité économique de certaines banques, le système américain souffrait historiquement d'une cause plus pernicieuse de faillites bancaires, à savoir les paniques financières. Le passif des banques était principalement sous la forme de dette à prix fixe, pouvant être retirée à tout moment (en fait, des dépôts bancaires), alors que leur actif était, lui, très peu liquide. Cela rendait possible des équilibres où les anticipations entraînent un cercle vicieux, connus sous le nom de « ruées » vers les banques. Lors d'une ruée, la crainte qu'une banque fasse faillite incite les déposants à retirer leur argent, ce qui, en retour, entraîne de fait la liquidation des actifs de la banque. La nécessité de liquider de manière hâtive, ou d'abandonner des actifs sur le marché alors que d'autres banques sont aussi en train de liquider les leurs, créent des pertes qui finalement entraînent la faillite de la banque. L'anticipation d'une faillite, par le mécanisme de la ruée, devient auto-réalisatrice<sup>10</sup>.

[...]

Aucune ruée importante n'eut lieu entre la première guerre mondiale et 1930 ; mais les nombreuses mauvaises nouvelles financières venant de l'ensemble du monde de 1930 à 1932 furent comme des étincelles dans une poudrière. Les ruées constituaient clairement un aspect important des problèmes bancaires de cette période. Les témoignages de l'époque nous fournissent des preuves, notamment des descriptions d'événements particuliers déclenchant des ruées. Il faut aussi noter que les faillites bancaires avaient plutôt lieu par courts spasmes que de manière régulière. Ce n'est qu'avec l'importante intervention gouvernementale de fin 1932 et début 1933 que fut mis fin à ce problème.

Nous voyons donc que les crises bancaires du début des années 1930 différaient des crises précédentes à la fois par leur ampleur et par le danger que présentait le phénomène des ruées. Le résultat en fut que le comportement de tout le système fut affecté négativement, et

---

<sup>9</sup> Upham et Lanke, p.247, rapportent qu'environ 2 ou 3% des banques faisaient faillite chaque année dans les années 1920.

<sup>10</sup> Douglas Diamond et Philip Dybvig [1981] formalisent cet argumentaire. Pour une autre analyse du phénomène des ruées, cf. Robert Flood et Peter Garber [1981].

pas seulement les banques les plus fragiles. La peur des ruées qu'eurent les banquiers eut, comme je le développerai plus loin, des conséquences macroéconomiques importantes.

### *B. Défauts de remboursement et banqueroutes*

Le second aspect important de la crise financière (lequel est actuellement négligé par les historiens) était la diffusion de l'insolvabilité des débiteurs. Étant donné que les contrats de dette étaient libellés en termes nominaux<sup>11</sup>, la chute prolongée des prix et des revenus monétaires augmenta beaucoup le poids des dettes. D'après Evans Clark [1933], le ratio du service de la dette au revenu national passa de 9% en 1929 à 19,8% en 1932-1933. Les taux élevés de défaut de remboursement qui en découlèrent causèrent des problèmes à la fois aux emprunteurs et aux prêteurs.

La « crise de la dette » toucha tous les secteurs. Environ la moitié des propriétés résidentielles étaient hypothéquées au début de la Grande Dépression [...]. En raison de la longueur de la période de bas prix agricoles, la situation des agriculteurs était encore plus difficile que celle des propriétaires de logement. Début 1933, les propriétaires de 45 % des fermes américaines [...] étaient en défaut de paiement. Les autorités locales ou des États fédérés, dont beaucoup essayaient de venir en aide aux chômeurs, avaient aussi des problèmes pour payer leurs dettes. A partir de mars 1934, les autorités de 37 des 310 villes de plus de 30.000 habitants, ainsi que trois États, étaient en défaut sur leurs obligations.

En ce qui concerne les entreprises, les difficultés financières étaient très inégalement réparties. [...] Les entreprises dont le capital était supérieur à 50 millions de dollars ont conservé des profits positifs sur toute la période, laissant les petites entreprises essayer le choc.

[...]

Donc, de même que les crises bancaires, la crise de la dette des années 1930 n'était pas quantitativement un phénomène nouveau; mais elle représentait une rupture avec le passé par sa gravité et son caractère durable.

---

<sup>11</sup> Expliquer l'absence de dette indexée pendant la déflation des années 1930 – comme pendant l'inflation des années 1970- est un point sur lequel je butte.

### *C. Corrélation entre la crise financière et l'activité macroéconomique*

Le lien fort entre les étapes de la crise financière (en particulier, les faillites bancaires) et les variations de l'activité réelle a été remarqué par Friedman et Schwarz, ainsi que par d'autres. [...]

Les données sur la production industrielle montrent que la récession commença aux États-Unis pendant l'année 1929. Fin 1930, la crise, bien que sérieuse, restait d'une importance comparable à la récession de 1920-22; la récession se ralentissant, il était alors raisonnable d'attendre une reprise rapide, comme en 1922.

Toutefois, avec la première crise bancaire, arriva ce que Friedman et Schwarz qualifient de « changement dans le caractère même de la récession ». L'économie stagna d'abord, puis retomba dans une nouvelle récession au moment où les banques commençaient, en juin 1931, à faire à nouveau faillite.

S'ensuivit une chute prolongée de l'activité économique et du système financier. La situation bancaire se calma début 1932, et les faillites non bancaires atteignirent un maximum peu après. Une nouvelle tentative de reprise commença en août, mais échoua en quelques mois. En mars 1933, le système financier et l'économie dans l'ensemble touchèrent le fond. Des mesures prises après le moratoire bancaire mirent fin aux ruées vers les banques et réduisirent de beaucoup le poids de la dette. Au même moment, l'activité amorça une reprise qui fut stable jusqu'en 1937.

[...]

### **2. L'effet de la crise sur le coût d'intermédiation du crédit**

Cet article avance qu'en plus de ses effets à travers l'offre de monnaie, la crise financière de 1930 à 1933 a eu un impact macroéconomique en réduisant la qualité de certains services financiers, essentiellement l'intermédiation du crédit. La justification en est faite en deux temps. D'abord, on doit montrer que la perturbation du secteur financier par les crises bancaires et les crises de la dette a augmenté le coût réel de l'intermédiation entre les prêteurs et certaines catégories d'emprunteurs. Ensuite, on doit établir le lien entre des coûts

d'intermédiation plus élevés et la baisse du produit global. Je présente ici la première étape du raisonnement, la seconde étant traitée dans les troisième et quatrième parties.

Afin de discuter la qualité des services du secteur financier, je dois d'abord décrire les services effectifs que ce secteur est censé fournir. La spécification de ces services dépend du modèle de l'économie que l'on a à l'esprit. Nous ne nous intéressons clairement pas aux types d'économies décrites par Eugene Fama [1980], dans laquelle les marchés financiers sont complets et les coûts d'information et de transaction peuvent être négligés. Dans un tel monde, les banques et les autres intermédiaires financiers ne sont que des détenteurs passifs de portefeuille. Le choix de portefeuille fait par les banques ou la taille du système bancaire n'ont aucune importance dans ce cas, dans la mesure où les déposants peuvent compenser toute décision prise par les banques par des décisions privées sur leur portefeuille<sup>12</sup>.

Considérons une description stylisée de l'économie différente du monde à marchés complets de Fama. Supposons que les épargnants ont de nombreuses façons de transférer leurs ressources du présent vers le futur, par exemple détenir des actifs réels ou acheter des dettes du gouvernement ou des entreprises sur des marchés bien organisés. Une des possibilités qui s'offrent aux épargnants est de prêter leurs ressources au système bancaire. Les banques ont aussi un menu d'actifs parmi lesquels elles peuvent choisir. Toutefois, faisons l'hypothèse que les banques se spécialisent dans les prêts à des emprunteurs indépendants et de petite taille dont les dettes sont trop peu nombreuses pour faire l'objet d'un échange public (c'est ici que nous abandonnons l'hypothèse de marchés complets).

Pour simplifier, on posera que les petits emprunteurs à qui prêtent les banques peuvent être de deux types : « bons » ou « mauvais ». Les bons emprunteurs veulent emprunter pour mener des projets d'investissement. Ces projets génèrent un revenu aléatoire, dont la distribution est telle que, par hypothèse, la moyenne de cette variable est toujours supérieure au coût social d'opportunité de l'investissement. Si ce risque n'est pas systématique, prêter à des bons emprunteurs est socialement souhaitable. Les mauvais emprunteurs, quant à eux, essaient de passer pour de bons emprunteurs, mais en fait n'ont pas de « projet ». On fait l'hypothèse que les mauvais emprunteurs dilapident tout ce qui leur est prêté en consommation boulimique puis font défaut. Les prêts aux mauvais emprunteurs ne sont pas

---

<sup>12</sup> Il faut noter que le phénomène mis en évidence par Friedman et Schwarz, à savoir les effets de la contraction du système bancaire sur la quantité de moyens de transaction et sur le produit réel, sont aussi impossibles dans un monde à marchés complets.

socialement souhaitables.

Dans ce modèle, le service réel rendu par le système bancaire est la différenciation entre les bons et les mauvais emprunteurs<sup>13</sup>. Dans un système bancaire compétitif, je définis le *Coût d'Intermédiation du Crédit* (CIC) comme étant le coût pour faire transiter les fonds depuis les épargnants/prêteurs individuels vers les bons emprunteurs. Le CIC comprend les coûts de vérification, de contrôle et de comptabilité, ainsi que les pertes anticipées provoquées par les mauvais emprunteurs. On suppose que les banques choisissent les procédures qui permettent de minimiser le CIC. Cela se fait en développant l'expertise dans l'évaluation de la qualité des emprunteurs, en établissant des relations de long terme avec les clients, et en offrant des conditions de prêt qui encouragent les emprunteurs potentiels à s'auto-sélectionner de manière favorable.

Avec ce paradigme simple, je peux décrire les effets des deux principales composantes de la crise financière sur l'efficacité du processus d'allocation du crédit (c'est-à-dire sur le CIC).

#### *A. Effet des crises bancaires sur le CIC*

Les problèmes bancaires de 1930 à 1933 perturbèrent le processus d'allocation du crédit en créant d'importants changements imprévus dans les canaux de transmission du crédit. La peur des ruées entraîna d'importants retraits de dépôts bancaires, des augmentations, par précaution, des ratios réserves/dépôts, et une demande accrue des banques pour des actifs très liquides et réescomptables. Ces facteurs, ajoutés aux faillites effectives, menèrent à un affaiblissement du rôle du système bancaire dans l'intermédiation du crédit. Une partie de ce rôle fut prise par d'autres canaux du crédit dont l'importance grandissait. Toutefois, cette évolution nuit sans aucun doute à l'efficacité financière et augmenta le CIC, étant donné l'expertise accumulée par les banques, l'information dont elles disposaient, et leurs relations avec leurs clients.

[...]

---

<sup>13</sup> Pour me concentrer sur l'intermédiation du crédit, je néglige les transactions et les autres services rendus par les banques.

On peut faire deux autres observations sur la contraction du crédit bancaire. D'abord, les catégories d'emprunteurs les plus touchées par la réduction du crédit furent les ménages, les agriculteurs, les entrepreneurs individuels et les petites entreprises; ce groupe avait le taux le plus élevé de dépendance directe ou indirecte au crédit bancaire. Ensuite, la contraction du crédit bancaire était deux fois plus importante que dans d'autres grands pays, même ceux ayant connu des baisses comparables de la production.

La réduction des crédits bancaires fut partiellement compensée par le développement relatif d'autres formes de crédit. Dans le domaine du crédit à la consommation, les vendeurs au détail, les crédits en nature et d'autres institutions non bancaires de crédit améliorèrent leur position par rapport aux banques. Pendant cette période, les petites entreprises réduisirent de manière significative leur recours traditionnel au crédit bancaire en faveur du crédit commercial. Mais, comme nous l'avons défendu plus haut, dans un monde où existent des coûts de transaction et une nécessité de discriminer entre les emprunteurs, ces modifications dans les institutions remplissant la fonction d'intermédiation du crédit a dû, au moins temporairement, réduire l'efficacité du processus d'allocation du crédit, augmentant par là le coût effectif du crédit pour des emprunteurs potentiels.

### *B. L'effet des banqueroutes sur le CIC*

Je vais maintenant me livrer à une brève discussion sur l'impact de l'augmentation des défauts de remboursement et des banqueroutes pendant cette période sur le coût de l'intermédiation du crédit.

L'existence même de procédures de banqueroute, loin d'être un phénomène évident ou naturel, pose des questions importantes à la théorie économique. Pourquoi, par exemple, les créiteurs et les débiteurs en défaut de remboursement effectuent-ils leur paiement à des tiers (administrateurs, notaires) que ces procédures imposent, au lieu de se mettre d'accord pour répartir ces paiements entre eux ? Dans un monde de marchés complets, il n'y aurait pas de banqueroute, et cela car les contrats de dette contingents aux états de la nature définiraient les obligations des parties dans toutes les circonstances possibles, rendant l'arbitrage d'un tiers inutile. Le fait que l'on observe des banqueroutes dans notre monde de marchés incomplets suggère que les créiteurs et les débiteurs ont trouvé la combinaison de contrats incomplets de dette et, *ex post*, de déclarations de faillites (si nécessaire) moins chère que d'essayer d'écrire

et de mettre en œuvre des contrats complets contingents aux états de la nature.

Plus concrètement, utilisons l'exemple des « bons emprunteurs – mauvais emprunteurs ». Lorsqu'elle rédige un contrat de dette avec un emprunteur potentiel, la banque a deux possibilités opposées. Elle peut essayer le plus possible de rédiger un contrat complet contingent aux états de la nature en incluant dans le contrat les actions de l'emprunteur et en faisant dépendre le remboursement du résultat du projet de l'emprunteur. Ce contrat, s'il est rédigé et mis en œuvre correctement, éliminerait complètement la possibilité que l'une des deux parties ne remplisse pas ces obligations; son inconvénient évident est le coût du contrôle qu'il implique. L'autre possibilité pour la banque est de rédiger un contrat très simple (« remboursement de telle somme à telle date »), puis de n'accorder le prêt que si elle estime que l'emprunteur est susceptible de le rembourser. Cette deuxième approche l'emporte d'habitude sur la première, en particulier pour les petits prêts.

Un mécanisme qui accroît l'avantage en terme de coûts de l'approche la plus simple est l'utilisation de collatéraux. Si l'emprunteur dispose de richesse qui peut être récupérée par la banque en cas de non-remboursement, le risque pour la banque est faible. De plus, la menace de perte de la caution procure la bonne incitation pour les emprunteurs à n'utiliser les prêts que pour les projets rentables. Donc, la combinaison de collatéral et de contrats de dette simples permet d'obtenir un faible CIC effectif.

Une manière utile de considérer la crise de la dette de 1930 – 1933 est d'y voir l'érosion progressive des collatéraux des emprunteurs par rapport aux poids des dettes. Comme l'emprunteur devient de plus en plus insolvable, en moyenne, les banques (et aussi d'autres prêteurs) font face à un dilemme. Des contrats de dette simples, non contingents aux états de la nature présentent des risques plus élevés de défaut ; toutefois, revenir à un type de contrat plus complexe implique beaucoup d'autres coûts. Dans tous les cas, l'insolvabilité des débiteurs augmente nécessairement le CIC pour les banques.

Une façon pour les banques de s'ajuster à un CIC plus élevé est d'augmenter le taux d'intérêt qu'ils demandent aux emprunteurs. Cela peut néanmoins être contre-productif, si des taux d'intérêt plus élevés augmentent le risque de défaut. La réponse habituelle des banques est seulement de ne plus prêter à certaines personnes auxquelles elles auraient prêté dans une meilleure situation. Ceci est certainement ce qui s'est produit dans les années 1930.

[...]

### **3. Marchés du crédit et performance macroéconomique**

Si on considère comme acquis que les crises financières pendant la dépression ont gêné la circulation normale du crédit, il reste à montrer comment cela peut avoir eu un impact sur l'activité économique.

Il y a de nombreuses façons par lesquelles les problèmes des marchés du crédit peuvent affecter l'activité macroéconomique. Certains de ces effets peuvent être rassemblés sous le nom d'« effets sur l'offre globale ». Par exemple, si la circulation du crédit est découragée, les emprunteurs potentiels ne sont plus capables de rassembler des fonds pour mener des activités ou des investissements rentables; en même temps, les épargnants devraient utiliser leurs fonds pour des choses moins intéressantes. D'autres problèmes possibles résultent d'un marché du crédit fonctionnant mal : réduction de la faisabilité d'un partage effectif des risques et difficultés plus importantes pour trouver des gros projets ne pouvant être scindés. Tout cela peut limiter la capacité productive de l'économie.

[...]

La crise financière des années 1930 a-t-elle fait des Etats-Unis une « économie temporairement sous-développée » (pour reprendre l'expression fort à propos de Bob Hall) ? Bien que cette possibilité soit intéressante, la réponse à cette question est probablement non. Bien que de nombreuses entreprises souffraient d'un épuisement de leur capital et des fonds disponibles pour investir, les grandes entreprises entraient dans cette décennie avec suffisamment de fonds et de réserves liquides pour financer leurs opérations et les expansions qu'elles souhaitent. A moins que l'on considère que les productions des petites et des grands entreprises ne soient pas substituables, l'effet sur l'offre globale ne doit pas être considéré comme très important.

La réticence des entreprises, même celles disposant de fonds, à augmenter leur production suggère qu'envisager les effets du marché du crédit sur l'activité par le canal de la demande globale est plus porteur. La justification du canal de la demande globale est simple à donner : un coût plus élevé de l'intermédiation du crédit pour certains emprunteurs (les ménages et les petites entreprises, par exemple) entraîne que, pour un taux d'intérêt « sûr »

donné, ces emprunteurs devront supporter un coût effectif du crédit plus élevé (en fait, il se peut qu'ils ne puissent même pas emprunter). Si ce coût élevé s'applique aux ménages et aux petites entreprises mais pas à leur épargne (ils peuvent seulement toucher le taux « sûr » sur leur épargne), alors l'effet de coûts d'emprunt plus élevés est sans ambiguïté de réduire leur demande courante pour des biens et services. Ce pur effet de substitution (de consommation future à une consommation présente) est facilement expliqué par un modèle classique de consommation intertemporelle à deux périodes.

[...] Dans tout modèle macroéconomique, cela implique un produit plus faible et des taux d'intérêt plus faibles. Ces deux résultats caractérisent bien sûr la crise de 1930 à 1933.

4. [...]

#### **5. Persistance de la crise financière**

J'ai avancé, dans mon introduction, que ma théorie semblait capable d'expliquer la longueur et la gravité inhabituelles de la Grande Dépression. Dans la partie précédente, j'ai essayé de m'occuper du problème de la gravité; les estimations issues des régressions ont suggéré que les effets combinés, monétaires et non-monétaires, de la crise financière, peuvent expliquer une grande partie de l'importance de la baisse de l'activité. Dans cette partie, je m'attarderai sur la longueur de la Grande Dépression.

Théoriquement, la durée des effets du crédit décrits dans la seconde partie dépend du temps que prennent, d'une part, l'établissement ou la remise en fonctionnement de canaux de crédit après une perturbation majeure, et, d'autre part, le rétablissement des débiteurs insolubles. Comme cela peut être difficile et long, la persistance des effets non-monétaires de la crise financière acquiert ainsi un fondement plausible. (Au contraire, la persistance des effets purement monétaires repose sur la lente diffusion de l'information et la rigidité inexplicée des salaires et des prix). Bien sûr, la plausibilité n'est pas suffisante; il faut ajouter des preuves sur la rapidité du rétablissement du système financier.

Après avoir traversé difficilement 1931 et 1932, le système financier toucha le fond en mars 1933, quand le président Franklin D. Roosevelt, nouvellement élu, décréta un moratoire bancaire au cours duquel furent fermés la plupart des intermédiaires et des marchés financiers.

Mars 1933 fut un mois de rupture sous bien des aspects : il marqua non seulement le début de la reprise économique et financière, mais aussi l'introduction d'une intervention gouvernementale massive dans tous les domaines du système financier. On peut soutenir que la réhabilitation du système financier pilotée par le gouvernement fédéral, qui prit des mesures importantes contre les problèmes des débiteurs et des créiteurs, fut le seul grand programme du New Deal qui réussit effectivement à relancer l'activité<sup>14</sup>. Dans tous les cas, l'importante intervention gouvernementale est de toute évidence une preuve qu'à ce moment, la population avait perdu confiance dans les capacités de la structure financière à se rétablir seule.

Bien que les actions du gouvernement aient mis le système financier sur le chemin du rétablissement, la reprise ne fut ni rapide, ni complète. De nombreuses banques ne rouvrirent pas après le moratoire, et, parmi celles qui rouvrirent, nombreuses furent celles qui le firent de manière restreinte ou avec un équilibre partiellement rétabli. Les dépôts ne furent pas versés pas en grande quantité dans les banques avant 1934, et le gouvernement, à travers la Reconstruction Finance Corporation et d'autres agences, du continuer à verser de larges montants aux banques et autres intermédiaires financiers. L'important, toutefois, est surtout un changement notable de comportement de la part des prêteurs; ils sortirent de la période 1930-1933 assagis et prudents. Friedman et Schwarz ont montré que les banques à cette époque abandonnèrent le prêt pour la détention d'actifs sûrs et liquides. Le niveau grandissant de liquidité bancaire créa l'illusion d'argent facile; toutefois, la combinaison de la réticence des prêteurs et du maintien de l'insolvabilité des débiteurs gêna la circulation du crédit pendant plusieurs années après 1933.

Il n'est pas difficile de trouver des preuves des difficultés du crédit après le moratoire. Par exemple, les petites entreprises qui, comme je l'ai remarqué, ont souffert de manière disproportionnée pendant la récession, ont continué à avoir des difficultés à obtenir des crédits pendant la reprise. Levis Kimmel mena, en 1939, une enquête sur l'accès au crédit de 1933 à 1938, en comparaison avec l'enquête de 1932 du National Industrial Conference Board. Ses conclusions sont en général optimistes (ceci reflète peut-être que ce travail avait été commandé par l'Association Américaine des Banquiers). Toutefois, les résultats de l'enquête montrent que, parmi les entreprises industrielles qui s'appuient normalement sur le crédit

---

<sup>14</sup> E. Carey Brown [1956] a soutenu que la politique fiscale du New Deal n'avait pas été très constructive. Un article de Michael Weinstein in Brunner [1981] montre des aspects contre-productifs de la N.R.A (National Recovery Administration).

bancaire et qui ont répondu à l'enquête, des refus ou des restrictions dans l'accès au crédit bancaire furent déclarées par 30,2% des très petites entreprises (capitalisation inférieure à 50.000 \$), 14,3% des petites entreprises (capitalisation de 50.001 à 500.000\$), 10,3% des entreprises moyennes (de 500.001 à 1.000.000 \$) et 3,2 % des grandes entreprises (capitalisation supérieure à un million de dollars). En 1932, les résultats étaient respectivement de 41,3%, 22,2 %, 12,5% et 9,7%.

[...]

En résumant les études sur la période, on peut affirmer de manière certaine que le retour du système financier à des conditions normales après 1933 ne fut pas rapide, et que la reprise dans le secteur financier aurait été plus difficile sans l'intervention et l'aide importantes du gouvernement. On peut estimer que le système financier américain a mal fonctionné pendant au moins cinq ans (de début 1931 à fin 1935), une période qui couvre presque les périodes entre les récessions de 1929-30 et 1937-38. Cela est cohérent avec l'affirmation que ce sont les crises financières qui permettent d'expliquer la persistance de la dépression.

## **6. Aspects internationaux**

[...]

## **7. Conclusion**

L'effondrement financier des années 1930 a-t-il eu des effets macroéconomiques réels, autrement que par les canaux monétaires ? Pour le moins, les données ne contredisent pas cette proposition. Toutefois, une raison plus importante d'envisager sérieusement cette dernière est celle présentée dans l'introduction : cette théorie espère permettre de réconcilier la sous-optimalité évidente de cette période avec l'hypothèse d'agents raisonnablement rationnels et contraints par le marché. La solution de ce paradoxe réside dans la reconnaissance que les institutions économiques, loin d'être un « voile », peuvent avoir un impact sur les coûts de transaction et donc sur l'efficacité du marché et les allocations de ressource. Des institutions qui évoluent et fonctionnent bien en temps normal peuvent devenir

contre-productives pendant des périodes où des chocs exogènes ou des erreurs de politique économique font sortir l'économie de son chemin. Le mauvais fonctionnement des institutions économiques au début des années 1930 en fournit un exemple.

**Traduction David Revelin, extrait de Maya Bacache-Beauvallet et Marc Montoussé, *Les textes fondateurs en sciences économiques depuis 1970*, Breal 2003.**

Le texte original est coupé, les coupes sont indiquées par des crochets [...]

**Pour en savoir plus sur Ben Bernanke :**

The Education of Ben Bernanke, by Roger Lowenstein, *The New York Times*, 20 janvier 2008

<http://www.nytimes.com/2008/01/20/magazine/20Ben-Bernanke-t.htm>