

La crise des subprimes : une analyse à l'aide de l'équilibre comptable des capacités et besoins de financement

Max Maurin

LAREFI Working Paper N°2010-05

2010

<http://lare-efi.u-bordeaux4.fr>

LAREFI

Université Montesquieu-Bordeaux IV
Bâtiment Recherche Economie – 1^{er} étage
Avenue Léon Duguit – 33 608 Pessac

AUTHORS

Max Maurin, LAREFI, Université Montesquieu Bordeaux IV

NOTICES

LAREFI Working Papers contain preliminary material and research results. They have been peer reviewed. They are circulated in order to stimulate discussion and critical comment; any opinions expressed are only those of the author(s).

Copyright LAREFI. All rights reserved. Sections of this material may be reproduced for personal and not-for-profit use without the express written permission of but with acknowledgment to LAREFI. To reproduce the material contained herein for profit or commercial use requires express written permission. To obtain permission, contact LAREFI at cyril.mesmer@u-bordeaux4.fr.

Sommaire

1. Introduction.....	6
2. UNE APPROCHE CIRCUITISTE DE L'IDENTITE COMPTABLE DES CAPACITES ET BESOINS DE FINANCEMENT	7
3. L'ANALYSE DE LA CRISE DES SUBPRIMES	10
4. Conclusion	12
5. References.....	14

List of figure

Figure 1 Capacités et besoins de financement des secteurs américains 10

Abstract

Cet article traite de la question des déficits publics dans le cadre de la théorie des économies monétaires de production. Il vise à réhabiliter les déficits publics en utilisant l'identité comptable des capacités et besoins de financement dans une économie, d'une part, en montrant qu'ils sont une conséquence des errements du secteur privé et d'autre part, en fournissant, avec l'exemple américain, une illustration des conséquences néfastes du maintien d'une politique d'austérité des comptes publics.

This article addresses the issue of government's deficit in the context of the monetary theory of production. It aims to rehabilitate deficits using financial-sector balances. Firstly we show that they are a consequence of the private sector's behavior, and secondly we illustrate the negative consequences of maintaining a policy of reducing government's deficit with the American example.

1. Introduction

Un temps oublié, Keynes fut de nouveau à l'honneur à la suite de la crise financière de 2007, « de nouveau à la mode » comme il le disait lui-même, conscient des mouvements cycliques de l'influence des théories économiques. La débâcle financière des subprimes et ses conséquences sur la sphère réelle ont plaidé en faveur d'un retour de l'Etat sur le devant de la scène économique. Mais limiter la pensée keynésienne à ce seul aspect interventionniste est réducteur et contient déjà les germes du retour en puissance de la théorie orthodoxe auquel nous assistons. En effet, le retour des Etats s'est traduit, sur le plan financier, par un creusement des déficits publics et l'inquiétude qui pèse actuellement sur les déficits de certains pays européens préfigure un climat généralisé de suspicion à l'égard de dérapages des dettes publiques. De par son effet d'éviction et son impact sur le taux d'intérêt, préjudiciables à l'activité économique, la dette deviendrait insoutenable et la théorie orthodoxe brandit le drapeau de l'austérité. Ainsi, une récente étude de l'OCDE (2010) sur la situation économique américaine considère comme « salutaire » (p. 2) les initiatives de réductions des déficits budgétaires déjà prises et préconise de nouvelles mesures restrictives à horizon 2015-2020 et à plus long terme, une limitation des prestations sociales.

Pourtant, l'analyse keynésienne a toujours traité du problème des déficits dans une optique différente. Sa ligne de conduite est donnée par Domar (1944) : la question de la dette ne peut être traitée qu'en lien direct avec la croissance économique et par conséquent, sa résolution suppose d'abord la recherche de la prospérité des économies. Par la suite, suivant la voie ouverte par Tobin (1963), les post-keynésiens ont montré tout l'intérêt de l'utilisation des équilibres comptables dans l'analyse des déficits publics [Eisner (1986), Vickrey (2000)]. La nullité, au sein d'une économie, de la somme des capacités et besoins de financement des différents secteurs implique qu'en économie fermée, un accroissement du besoin de financement du secteur public s'accompagne d'un accroissement de la capacité de financement du secteur privé. Dans le cadre de la théorie des économies monétaires de production, cette identité comptable devient celle de la relation investissement-épargne qui met à jour le déficit public comme facteur du profit des entreprises [Parguez (1989), Seccareccia et Sharpe (1994), Wray (1989)]. Les contributions post-keynésiennes et circuitistes à la critique des politiques d'austérité budgétaire ont donc été nombreuses [Arestis et

Skuse (1989), Arestis et Bain (1994), Eisner (1994) et Poulon (1989)]. Récemment, Leclaire (2008) a utilisé l'identité comptable des capacités et besoins de financement pour traiter des déficits publics américains et ainsi montrer qu'une politique de réduction des déficits conduit à une réduction de la richesse privée. Son analyse donne lieu à deux types de questionnements qui structurent le présent article : comment peut-on interpréter l'équilibre comptable des capacités et besoins de financement et que peut-on en tirer pour comprendre la crise des subprimes ?

2. UNE APPROCHE CIRCUITISTE DE L'IDENTITE COMPTABLE DES CAPACITES ET BESOINS DE FINANCEMENT

Tobin (1963) et Eisner (1986) ont montré toute l'utilité des équilibres comptables pour l'analyse des déficits publics. L'identité comptable qui sert de point de départ à leur raisonnement est la nullité de la somme des capacités ou besoins de financement dans une économie. Au niveau le plus agrégé, cette identité s'écrit :

$$\text{CF ou BF du secteur public} + \text{CF ou BF du secteur privé} + \text{Excédent ou déficit extérieur} = 0$$

Leclaire (2008) en propose l'analyse suivante. Si les comptes extérieurs sont équilibrés, la recherche d'une réduction du déficit public conduit à une destruction équivalente de richesse pour le secteur privé. Cette interprétation pose problème. D'abord, le degré maximal d'agrégation du secteur privé masque l'hétérogénéité des sous-secteurs qui le composent. Traditionnellement, l'analyse macroéconomique distingue ménages et entreprises dont l'interaction des fonctions de consommation et de production en constitue le socle. Cette opposition des tâches rend difficile une interprétation du comportement du secteur privé dans son ensemble. Cette nécessité de désagréger le secteur privé trouve une illustration avec la seconde difficulté soulevée par l'analyse de Leclaire (2008) qui réside dans son assimilation des capacités de financement des secteurs à leur richesse. En ce qui concerne les entreprises, le lien entre leur besoin de financement, situation traditionnelle dans laquelle elles se trouvent, et leur richesse mériterait une étude plus approfondie. Postuler une relation linéaire entre ces deux éléments manque de réalisme. De plus, lire dans la réalisation d'une capacité de financement chez les entreprises le meilleur signe de leur enrichissement conduit à nier leur rôle essentiel au sein des économies monétaires de production. Les entreprises se voient confier

une mission productive pour laquelle elles doivent, au début de la période, emprunter auprès des institutions financières. Au terme, de la période, la réalisation de leurs ventes doit leur permettre de rembourser l'emprunt initial et de dégager un profit. Dégager une capacité de financement signifie alors refuser de s'endetter pour produire et préférer adopter un comportement de rentier. En d'autres termes, la difficulté survient également pour l'analyse de la situation des ménages. Considérer qu'en une période donnée, la richesse d'un ménage correspond à sa capacité de financement est discutable. Au niveau macroéconomique, une forte capacité de financement du secteur des ménages s'analyse comme une déperdition sociale. Le flux d'épargne des ménages, non consommation par définition, diminue d'autant le reflux à destination des entreprises devant leur permettre de rembourser l'emprunt initial réalisé auprès des institutions de crédit pour lancer le processus productif. Si, toutes choses égales par ailleurs, le reflux est trop faible, les entreprises réaliseront, pour la période à venir, un ajustement sûrement défavorable aux ménages.

Ces difficultés impliquent le passage à un raisonnement en termes de capacité de dépense. Cela signifie que plus le besoin de financement d'un secteur est élevé et plus sa capacité de dépense est élevée. A l'inverse, l'existence d'une forte capacité de financement révèle une faiblesse de la capacité de dépense. Pour traiter du rôle du déficit public dans une telle approche, il est nécessaire de le lier à la situation de crise définie comme une situation d'incapacité du capital à se reproduire sur une échelle élargie, autrement dit comme une situation d'incapacité des entreprises à générer du profit. Dans l'analyse circuitiste, deux origines de la crise sont identifiables, l'une relative à l'ouverture du circuit, l'autre à sa fermeture [Graziani (2003)]. Elles sont toutes deux associables à une contraction d'une composante de la demande émanant du secteur privé. Dans une économie fermée, et dans laquelle l'Etat maintiendrait son budget à l'équilibre, l'incapacité à générer du profit peut se manifester à la fermeture du circuit si le flux d'épargne des ménages est trop conséquent. Dans ce cas, le reflux à destination des entreprises est diminué d'autant et leur capacité à rembourser la dette initiale se voit affaiblie. La crise survient si les institutions financières réclament le recouvrement de créances que les entreprises ne peuvent restituer. La crise est, par cet aspect, liée à la faiblesse de la capacité de dépense des ménages et correspond à une importante capacité de financement de leur part. Par ailleurs, la réalisation du profit peut être contrainte avant même le commencement du processus productif si les crédits accordés par les institutions financières ne

permettent pas de déboucher sur une échelle de production profitable. Cette faiblesse du montant du crédit initial peut provenir de deux sources. Elle peut émaner de la volonté des banques de ne pas prêter ou de celle des entreprises de ne pas emprunter les montants nécessaires. Ce deuxième cas souligne l'importance de l'état de la confiance des entrepreneurs. Si les anticipations des entrepreneurs sur la demande sont pessimistes, le montant de crédit demandé ne sera pas suffisant pour la réalisation du profit. A l'origine du circuit, la crise est donc liée à l'insuffisance du besoin de financement des entreprises. Les deux origines de la crise se rejoignent finalement dans une insuffisance de la capacité de dépense du secteur privé (consommation ou investissement insuffisant). Pour éviter la crise, l'intervention de l'Etat est indispensable. L'Etat par la capacité de dépense qu'il introduit dans le circuit permet de compenser le déficit de dépense privée. Cette intervention joue dans le sens d'un desserrement de la contrainte monétaire de remboursement qui pèse sur les entreprises. L'Etat intervient pour réajuster la dépense de la société à un niveau compatible avec l'obtention d'un profit positif pour les entreprises.

Ce résultat se retrouve dans l'identité Keynes-Kalecki qui caractérise la relation investissement-épargne. En situation de balance commerciale déficitaire, cette identité, adaptation de l'identité comptable des capacités et besoins de financement, s'écrit :

$$S_m + \Pi = I + D - BC \Leftrightarrow \Pi = I - S_m + D - BC$$

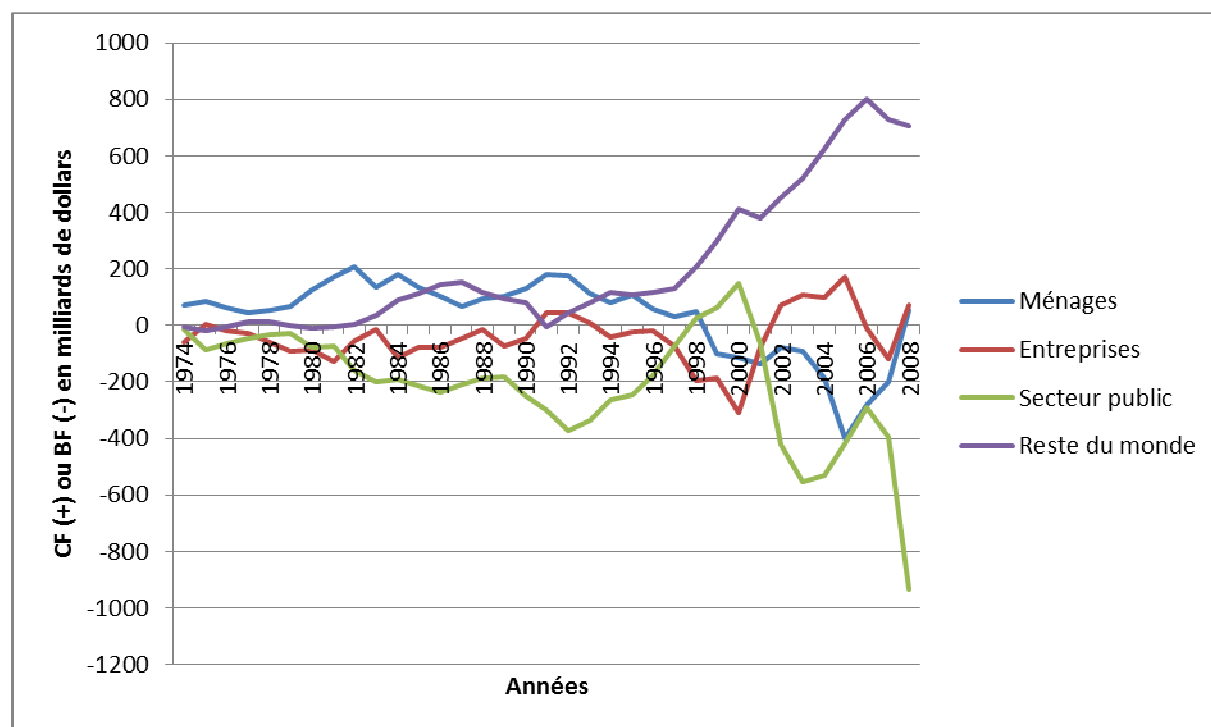
Avec : S_m l'épargne des ménages, Π l'épargne des entreprises (ou leur profit), I l'investissement des entreprises, D le déficit public et BC le solde de la balance commerciale. Son interprétation est directe. D'une part, l'épargne des ménages et les contraintes qui pèsent sur le financement de l'investissement sont autant d'obstacles à la constitution des profits. D'autre part, le déficit public a un impact positif sur la prospérité des entreprises.

L'identité comptable des capacités et besoins de financement présente l'avantage d'être aisément mise en application grâce aux chiffres fournis par les services de comptabilité nationaux. Les données sur les capacités et besoins de financement des différents secteurs américains depuis les années 1980 permettent de porter un regard sur la trajectoire suivie par l'économie américaine jusqu'à la crise des subprimes et d'analyser le rôle joué par les déficits publics.

3. L'ANALYSE DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Leclaire (2008) mène une analyse des conséquences des politiques de contrôle des dépenses publiques américaines de 1974 à 2007. Cette étude n'intègre pas les bouleversements récents suite à la crise des subprimes. A l'aide des données fournies par le U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), il est possible de relier les conséquences de la politique de réduction des déficits publics américains à la crise des subprimes.

Figure 1 Capacités et besoins de financement des secteurs américains



Source : BEA et calculs de l'auteur

La balance commerciale américaine n'est pas du ressort de notre analyse, elle constitue une contrainte qui s'impose aux agents privés et publics nationaux. A partir des années 90, le déficit extérieur américain s'est creusé, la capacité de financement du reste du monde relative à ce déficit

étant passée de 44,8 milliards de dollars en 1992 à 706,8 milliards en 2008 avec un pic à 802,6 milliards en 2006 selon les chiffres fournis par le BEA. Cette situation implique que l'économie dans son ensemble doit dégager un besoin net de financement. Sous cette contrainte, le gouvernement américain a prôné et orienté sa politique avec l'appui législatif vers la réduction des déficits publics dans la lignée de ce qui a été fait depuis 1974¹.

Cette recherche de capacités de financement de la part du gouvernement ou au moins d'une réduction du besoin de financement, sous contrainte d'une forte capacité de financement du reste du monde, a conduit à un ajustement du secteur privé préjudiciable à l'ensemble de l'économie. La considérable réduction du déficit public jusqu'à l'obtention d'un surplus à partir de l'année 1998 sur la période 1992-2000, s'est répercutée sur la capacité de financement des ménages qui s'est réduite. Si la réduction de la capacité de financement des ménages se perçoit traditionnellement comme une amélioration de leur capacité de dépense au bénéfice de l'économie, dans le cas des ménages américains caractérisés par un faible taux d'épargne, cette réduction a abouti à l'apparition d'un besoin de financement à partir de l'année 1999. Autrement dit, la politique de désendettement public menée au Etats-Unis a atteint son paroxysme : en contraignant la capacité de dépense du secteur public, elle a aboutit au développement de celle des ménages jusqu'à leur endettement pour soutenir l'activité. Ce schéma d'endettement pour les ménages a conduit à une forte concurrence au sein du système financier qui s'est traduite par le développement croissant de nouveaux instruments financiers toujours plus complexes.

Après 2000, la disparition du surplus budgétaire et le creusement du déficit n'ont pas été à l'origine d'une modification du comportement des ménages qui ont conservé un niveau d'endettement élevé. La capacité de dépense réintroduite par l'Etat n'a pas eu pour conséquence de permettre aux ménages de réduire la leur pour retrouver une situation financière plus saine, mais a eu pour conséquence une modification du comportement de l'autre composante du secteur privé, les entreprises, elle aussi préjudiciable à la santé du système économique. Le creusement du déficit public a fait naître une capacité de financement chez les entreprises pour la période 2003-2005. L'apparition de cette capacité de financement chez les entreprises est contraire à une situation traditionnelle. Cette disposition s'analyse comme une négation par les entreprises de la fonction qui leur est dévolue dans les économies monétaires de production. Dégager une capacité de

financement pour une entreprise révèle un comportement d'entrepreneur rentier plaçant ses profits sur les marchés financiers. Ce comportement revient à faire fi des enseignements de Keynes qui ont fait de sa théorie une véritable « révolution » en économie. Sa découverte de l'antériorité de l'investissement sur l'épargne discrédite les comportements rentiers au sein des économies et fait du besoin de financement des entreprises (le « finance motive ») l'ouverture d'un circuit de la monnaie [Graziani (1987), Rochon (1997)]ⁱⁱ. Cette logique de comportement rentier revient à négliger l'activité productive génératrice d'emplois et de profits pour s'inscrire dans des logiques financières improductives de rentabilité de l'épargne.

La crise financière de 2007 est la résultante des pressions exercées par la sphère réelle sur la recherche et le développement d'instruments financiers complexes de plus en plus risqués. Elle a mis à jour les risques d'une décharge de la capacité de dépense du public vers le privé, montrant par l'absurde les conséquences d'une recherche dogmatique de l'équilibre des comptes publicsⁱⁱⁱ.

4. Conclusion

Le cadre keynésien, à travers la reconnaissance des principes qui régissent le fonctionnement des économies monétaires de production dans lesquelles nous vivons, offre un fondement solide à la critique des politiques d'austérité présentées comme funeste destinée d'économies trop laxistes. D'après l'identité des capacités et besoins de financement, et si l'on considère la balance commerciale équilibrée, la situation de crise provoquée par l'insuffisance de la capacité de dépense privée aura pour conséquence un accroissement de la dépense publique. L'insuffisance de la demande émanant du secteur privée est la cause de la crise, les déficits publics n'en sont que la conséquence et participent au soutien de la performance économique. On ne peut alors qu'adopter le même constat que E. Domar (1944) : « Si toutes les personnes et organisations qui travaillent, étudient, écrivent des articles, font des discours, s'inquiètent et passent des nuits blanches par peur de la dette pouvaient l'oublier pendant un certain temps et déplacer ne serait-ce que la moitié de leurs efforts pour essayer de trouver un moyen d'atteindre la croissance, leur contribution au

bénéfice et au bien être de l'humanité, ainsi que la solution au problème de la dette, serait incalculable » (p.823).

5. References

- Arestis P. et Skuse F. [1989], « Austerity Policies and the New Right : Recent UK Experience », *Economie appliquée*, tome XLII, n°1, pp. 171-202
- Arestis P. et Bain K. [1994], « Budget Deficits and Stabilisation Policies in the UK : 1979-1993 », *Economies et sociétés*, Série MP 9, pp. 207-230
- Domar E. [1944], « The 'Burden of the Debt' and the National Income », *American Economic Review*, vol. 34, n°4, pp. 798-827
- Eisner R. [1986], *How real is the federal deficit ?*, The Free Press, New York
- Eisner R. [1994], « Déficits, épargne et politique économique », *Economies et sociétés*, Série MP 9, pp. 231-274
- Graziani A. [1987], « Keynes 'finance motive' », *Economies et sociétés*, Série MP, pp. 23-42
- Graziani A. [2003], *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, Cambridge
- Keynes J.M. [1973a], *The General Theory and After, Part 1 Preparation ; The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII, Macmillan, Londres
- Keynes J.M. [1973b], *The General Theory and After, Part II Defence and Development ; The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Macmillan, Londres
- Leclaire J. [2008], « U.S. Deficit Control and Private-Sector Wealth », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 31, n°1, pp. 139-149
- Ocde [2010], *Etudes économiques de l'OCDE : Etats-Unis, Septembre 2010, synthèse*
- Parguez A. [1989], « Cet âge de l'austérité », *Economie appliquée*, tome XLII, n°1, pp. 71-89
- Poulon F. [1989], « Libéralisme et sortie de crise », *Economie appliquée*, tome XLII, n°1, pp. 7-21
- Rochon L.-P. [1997], « Keynes's Finance Motive : a Re-assessment. Credit, Liquidity Preference and the Rate of Interest », *Review of Political Economy*, vol. 9, n°3, pp. 277-293
- Seccareccia M. et Sharpe A. [1994], « Canada's Competitiveness : beyond the Budget Deficit », *Economies et sociétés*, Série MP 9, pp. 275-300
- Tobin J. [1963], « Deficit, Deficit, Who's Got the Deficit ? », *New Republic*, Janvier 19, pp. 10-12
- Vickrey W. [2000], « We Need a Bigger Deficit », dans A.W. Warner, M. Forstater et S.M. Rosen (Eds.), *Commitment to Full Employment*, M.E. Sharpe, New York, pp. 189-192
- Wray L.R. [1989], « A Keynesian Presentation of the Relations Among Government Deficits, Investment, Saving, and Growth », *Journal of Economic Issues*, vol. 23, n°4, pp. 977-1002

RECENT LAREFI WORKING PAPERS

For earlier LAREFI Working Papers, please go to <http://lare-efi.u-bordeaux4.fr>

All Discussion Papers can be downloaded free of charge

CR10-EFI/04 Max Maurin, "La crise des subprimes : une analyse à l'aide de l'équilibre comptable des capacités et besoins de financement"

CR10-EFI/03 Antoine Bouët, "Eight Years of Doha Trade Talks : Where Do We Stand ?"

CR10-EFI/02 Antoine Bouët, "A refined estimate of the opportunity cost of non-adoption of Bt cotton in five countries of West Africa"

CR10-EFI/01 Antoine Bouët, "Assessing the Potential Cost of a Failed Doha"

ⁱ Pour une analyse détaillée de toutes les mesures prises par le gouvernement américain pour réduire ses déficits publics, on pourra se reporter à Leclaire (2008).

ⁱⁱ Dans un courrier envoyé à Robertson le 22 mars 1932, Keynes écrit que « l'investissement entraîne toujours l'épargne après lui, au même rythme que lui » (1973a, p. 276). Plus tard, dans quatre articles de l'*Economic Journal* entre 1937 et 1939, il montrera que comme l'épargne ne saurait financer l'investissement, les entreprises doivent chercher dans la création monétaire par les banques les moyens financiers de s'engager dans un processus productif dont découlera l'épargne. Ces quatre articles sont repris dans le volume XIV des *Collected Writings of J.M. Keynes* (1973b) : « The ex ante theory of the rate of interest » (pp. 215-223), « Alternative theory of the rate of interest » (pp. 201-215), « Mr Keynes 'finance' » (pp. 229-233) et « The process of capital formation » (pp. 278-285).

ⁱⁱⁱ On trouvera un signe de ce dogmatisme dans la solution de rééquilibrage de l'économie américaine proposée par l'étude de l'OCDE (2010) quand elle annonce qu'« une plus forte épargne publique et privée et une augmentation des exportations limiteraient le risque de réapparition de déséquilibres très marqués de balance courante » (p. 2), faisant ainsi fi du respect des équilibres comptables élémentaires.