

## Hyman Minsky et l'hypothèse d'instabilité financière

– Sébastien Charles –  
Maître de conférences à l'université Paris 8

Présenter la macroéconomie d'Hyman Minsky et la rendre intelligible n'est pas une mince affaire, au regard de ses très nombreuses contributions à l'analyse de l'instabilité de nos sociétés capitalistes modernes. D'emblée, soyons honnête, ce billet n'a pas la prétention de délivrer l'ensemble du message minskyen à ses lecteurs. Plus modestement, il développera sa théorie de l'investissement qui est un bon point de départ afin de cerner ce qu'est l'hypothèse d'instabilité financière (la FIH, Financial Instability Hypothesis) et comment elle crée de graves troubles dans l'économie. Ici, il ne s'agira que d'évaluer le comportement des entreprises à l'égard de l'endettement. Nous demandons donc aux lecteurs d'être indulgents et de garder à l'esprit que Minsky a étudié également les conséquences de la dette sur la situation des ménages, voire des Etats (*cf.* Minsky 1964 ; 1984).

Pour démarrer, le plus simple consiste à adopter le positionnement des entreprises qui souhaitent investir. Quel est l'élément clé qui détermine la décision d'achat d'une machine dont l'objectif est d'accroître la production ? D'un côté, toutes les entreprises évaluent les profits que rapporteront leurs investissements. Ainsi, plus les profits anticipés sont élevés et plus les firmes sont disposées à payer un prix important pour leurs investissements. De l'autre côté, se trouve les entreprises qui fabriquent ces biens d'investissements. Leur prix de vente dépend de plusieurs éléments à l'instar des coûts salariaux, du taux de marge et du taux d'intérêt à court terme (*cf.* Minsky, 1975, 1986). Dans ce dernier cas, il s'agit du taux qui s'applique au financement de la production (crédit bancaire à court terme ou billets de trésorerie dont les échéances sont inférieures à un an). Si le prix que les entreprises souhaitent payer pour les investissements est supérieur au prix de vente proposé par ceux qui produisent les biens d'investissements, alors l'investissement augmente. Autrement dit, tant qu'il subsiste des opportunités de dégager des profits, les entreprises les saisissent en continuant à investir.

Les ennuis commencent lorsque les souhaits des entrepreneurs vont au-delà de leur autofinancement<sup>1</sup>, ceux-ci n'ayant d'autre choix que de s'endetter. Ce désir d'investissement augmente le risque des entreprises. Pourquoi ? Simplement parce que l'endettement engendre un risque de faillite plus élevé. En effet, les firmes doivent gérer des charges financières certaines toujours plus importantes alors qu'en face les profits supérieurs, générés par la

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire les profits mis de côté servant à financer les investissements.

hausse de la dette et de l'investissement, ne sont qu'anticipés. En d'autres termes, ils demeurent fondamentalement incertains.

Dans pareil contexte comment l'instabilité financière se manifeste-t-elle ? Prenons une situation dans laquelle les prévisions de profits des entreprises se vérifient. La conséquence immédiate est double : (i) la confiance des prêteurs (les banques) et des emprunteurs dans la poursuite des affaires se renforce et (ii) la perception des risques diminue fortement (pour ne pas dire anormalement). Ainsi, vu les prévisions conformes à la réalité, le risque pour les prêteurs de subir un défaut de paiement s'éloigne complètement. Ceux-ci sont donc confortés dans leurs prises de décisions et encouragés à prêter encore plus de par la concurrence entre les institutions financières. Du côté des firmes emprunteuses, la situation est identique. Grisées par leurs succès passés, elles vont être tentées de s'endetter plus largement pour investir, commençant à surestimer dangereusement les profits qu'elles peuvent retirer de ces mêmes investissements.

Il convient de noter que le contexte macroéconomique et financier est fondamental chez Minsky, la perception qu'ont les agents (banques, entrepreneurs, ménages) de la situation en cours les pousse à accroître l'endettement de manière dangereuse. En outre, plus la période de tranquillité est longue, à savoir une période sans crise macro-financière ou bancaire, et plus les agents adoptent des comportements « aventureux ». Le passage suivant de Minsky (1986, p. 213) est d'ailleurs fort éclairant à ce sujet :

*« (...), le succès pousse à l'insouciance quant à la possibilité d'erreur ; l'absence de sérieuses difficultés financières durant une longue période conduit au développement d'une économie euphorique dans laquelle les financements à court terme de positions longues deviennent un mode de vie normal »*

La surestimation des profits à venir peut conduire les entreprises à financer des investissements avec des crédits à court terme (mettons deux ou trois ans) alors qu'avec des anticipations non biaisées par l'euphorie cela nécessiterait des emprunts à plus long terme (par exemple, supérieurs à cinq ans). Dans ce cas, les flux de profits sont totalement déconnectés des flux de remboursement et des engagements financiers que doivent assurer les entreprises, augmentant un peu plus les besoins d'endettement et la survenue d'une crise financière, cette dernière mettant un terme douloureux à une période prolongée d'aveuglement. Le boom de l'économie s'accompagne donc d'une hausse massive de l'endettement privé. C'est ce que

Minsky appelle l'hypothèse d'instabilité financière : la hausse de la dette est supérieure à celle des profits, conduisant inévitablement l'économie à un blocage lorsque les firmes ne peuvent plus honorer leurs engagements. Il s'en suit une période de désendettement exacerbé qui, au passage, n'est pas meilleure que la précédente car l'économie vit du crédit et supprimer ce dernier ne fait qu'amplifier la récession, voire crée les conditions d'une dépression. Dès lors, les entreprises tentent de rembourser les dettes en liquidant une partie de l'actif (titres et immobilisations) des bilans, ce qui met à mal l'appareil productif avec, en plus, le risque d'une baisse généralisée des prix qui rendra impossible toute initiative de remboursement et toute reprise de l'activité économique.

Que faire dans un tel contexte chaotique ? Attendre et espérer que les mécanismes du marché autorégulateur nous sortent de l'impasse ? Flexibiliser le marché du travail ? Rien de tout ceci ! Pourquoi ? Parce que la macroéconomie reprend toujours ses droits et qu'il est vain d'espérer qu'une économie arrivée à ce point de dégradation et dont la demande intérieure s'effondre complètement (au sens littéral du terme) ne reparte sans qu'un plancher soit instauré à la baisse des profits, des investissements et des prix. Pour Minsky, lorsque les anticipations de profits se retournent à la baisse et que l'ensemble des décisions d'investissement sont ajournées<sup>2</sup>, il n'y a aucune raison valable pour que le phénomène cesse avant un long et douloureux moment, sauf à supposer une intervention extérieure au marché, celle de l'Etat. En effet, il n'y a qu'une politique budgétaire fortement contra-cyclique qui puisse mettre un terme à cette spirale baissière et fournir des débouchés aux firmes, c'est-à-dire stabiliser le niveau de leurs profits. Dans pareille situation, relancer l'économie par la dépense publique est la seule issue. D'ailleurs, ses propos ne souffrent d'aucune ambiguïté :

*« Un large gouvernement est la raison principale pour laquelle le capitalisme d'aujourd'hui est meilleur que le capitalisme qui nous a donné la Grande Dépression » Minsky (1986, p. 296)<sup>3</sup>*

---

<sup>2</sup> A supposer qu'il reste des entreprises n'ayant pas cédé à l'endettement inconsidéré, seules ces dernières ont encore la capacité financière d'investir. Toutefois, cela n'arrivera pas pour deux raisons. D'abord, pourquoi investir alors que la demande chute et qu'elles risquent de se retrouver avec une capacité de production inutilisée ? Ensuite, en situation de déflation, les entreprises ajournent leurs investissements au motif que les prix d'achat seront plus bas dans un futur proche, ce qui ne manque pas d'accentuer la baisse des prix par insuffisance de la demande. Il n'y a donc aucune chance que l'investissement privé reparte de lui-même.

<sup>3</sup> Le terme « large gouvernement » ou « *Big Government* » doit s'entendre comme les interventions massives de l'Etat sous forme de dépenses publiques venant compenser, le temps de la récession, la baisse des dépenses privées.

Dès lors que les firmes et institutions financières ont réglé, non sans heurts, leurs problèmes d'endettement et que l'économie entre en convalescence, cette dernière porte déjà en elle les germes de la prochaine phase d'instabilité financière :

*« A mesure que les répercussions (...) de la déflation par la dette disparaissent, (...), et que les positions financières sont reconstruites durant la phase de stagnation, un redémarrage et l'expansion commencent. Ce redressement démarre avec un fort souvenir des sanctions héritées de l'exposition des passifs durant la déflation par la dette et avec le passif des bilans qui a été nettoyé des dettes. Cependant, le succès amène l'audace et au fil du temps le souvenir des désastres passés s'érode. La stabilité, même durant l'expansion, est déstabilisante en ce sens que des financements plus aventureux rapportent aux leaders et que les autres suivent. Ainsi, l'expansion se transformera rapidement en boom » Minsky (1975, p. 125)*

L'économie est prête pour connaître une nouvelle ère d'endettement inconsidéré, obéissant au même schéma d'aveuglement au désastre, qui se finira inéluctablement par le désendettement, la récession et la chute de la demande globale.

Et ce ne sont pas des « incantations ésotériques » (libéralisation des marchés financiers et du travail, baisse ou suppression du salaire minimal, etc...) qui feront repartir à la hausse la demande qui s'adresse aux entreprises, surtout si la baisse des salaires entraîne celle des prix... la pseudo-solution devenant un problème supplémentaire que l'Etat devra gérer. Car ce dernier est le seul à disposer d'un pareil pouvoir même si ceux qui passent leur temps à fustiger son omniprésence finissent, tôt ou tard, par demander sans vergogne qu'il les sauve du désastre qu'ils ont eux-mêmes contribué à créer. Minsky, de son vivant, n'aurait très certainement pas renié cette assertion...

## **Références**

Minsky, H.P (1964), “Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions”, *American Economic Review*, vol. 54, 324-335.

Minsky, H.P (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.

Minsky, H.P (1984), “Banking and Industry Between the two Wars: The United States.” *Journal of European Economic History*, vol. 13, special issue, 235-272.

Minsky, H.P (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.