

La crise des *subprimes*, résultat
d'un interventionnisme
monétaire aux multiples
facettes

**Université d'automne en
économie autrichienne**

Troyes, 30 septembre-2 octobre 2011

Renaud Fillieule

Robert LUCAS

“My thesis in this lecture is that macroeconomics in this original sense has succeeded: Its central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades” (2003)

Robert LUCAS



“Macroeconomic Priorities”

Presidential Address
*American Economic
Association*

January 10, 2003

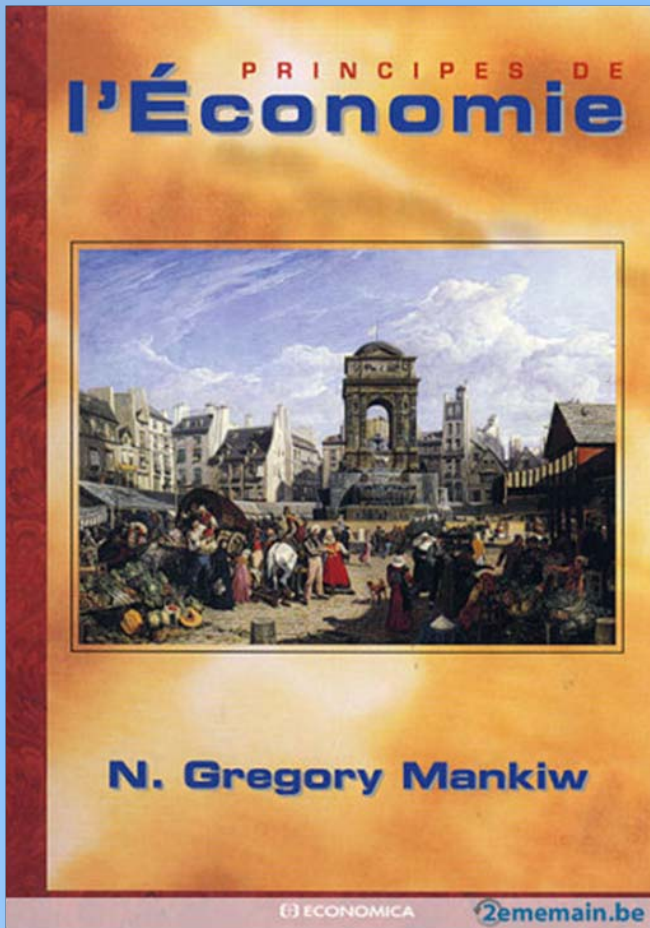
Gregory MANKIWI

Principes de l'économie

Manuel « standard »

1^{re} édition 1997

6^e édition 2010



Gregory MANKIW

Deux types de crises

Gregory MANKI

Deux types de crises

- La crise de demande

Gregory MANKIW

Deux types de crises

- La crise de demande
- La crise stagflationniste

Le cycle des sous-primes

Ce cycle correspond de façon frappante au schéma explicatif de la théorie autrichienne

Le cycle des sous-primes

Ce cycle correspond de façon frappante au schéma explicatif de la théorie autrichienne

- Il débute par une forte expansion du crédit

Le cycle des sous-primés

Ce cycle correspond de façon frappante au schéma explicatif de la théorie autrichienne

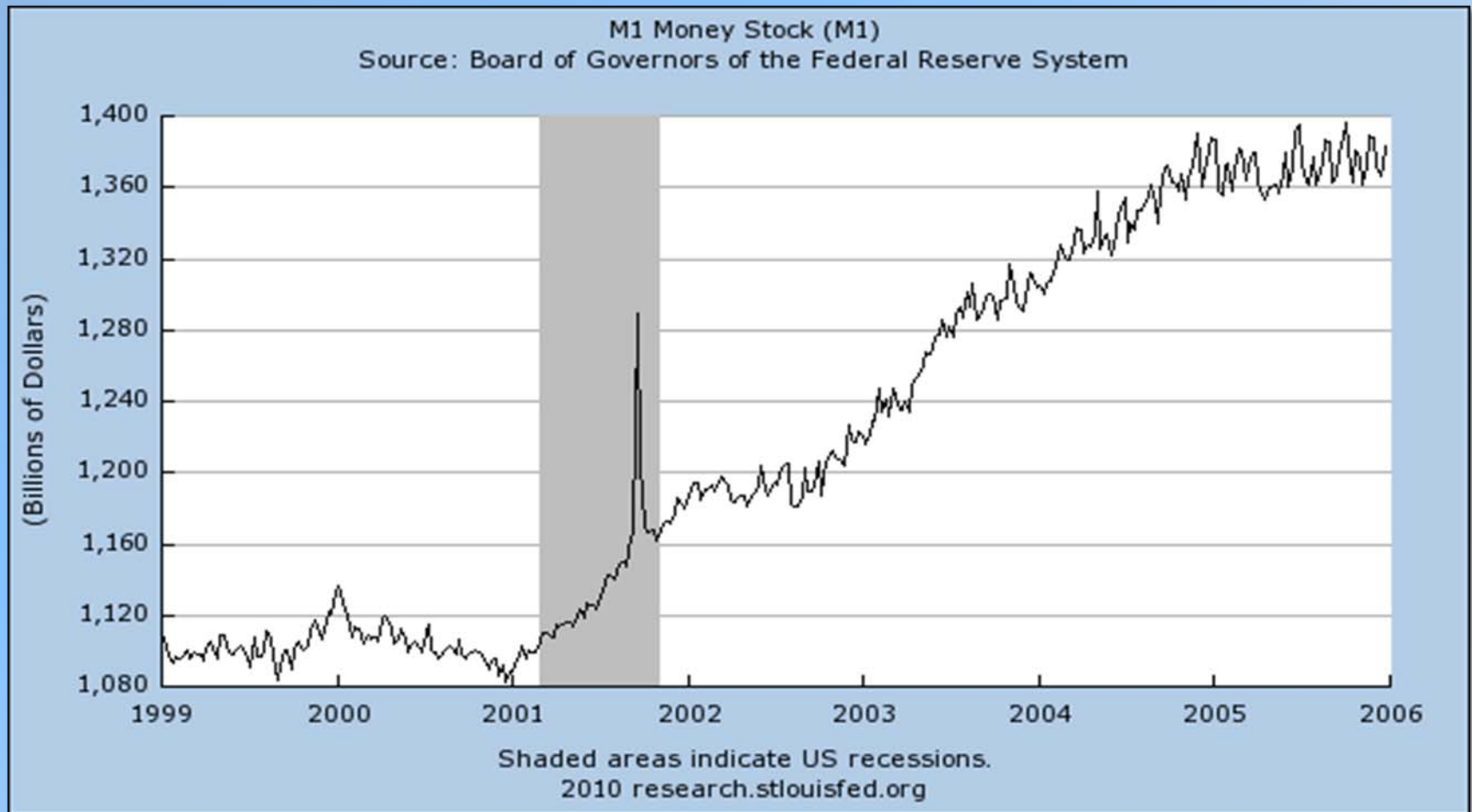
- Il débute par une forte expansion du crédit
- Il se manifeste dans la phase de boom par un profond malinvestissement (particulièrement visible dans le secteur immobilier)

Le cycle des sous-primés

Ce cycle correspond de façon frappante au schéma explicatif de la théorie autrichienne

- Il débute par une forte expansion du crédit
- Il se manifeste dans la phase de boom par un profond malinvestissement (particulièrement visible dans le secteur immobilier)
- Il se termine par une douloureuse crise d'ajustement juste après la remontée des taux d'intérêt orchestrée par la Banque centrale dans le but d'éviter l'inflation

L'expansion du crédit



L'expansion du crédit

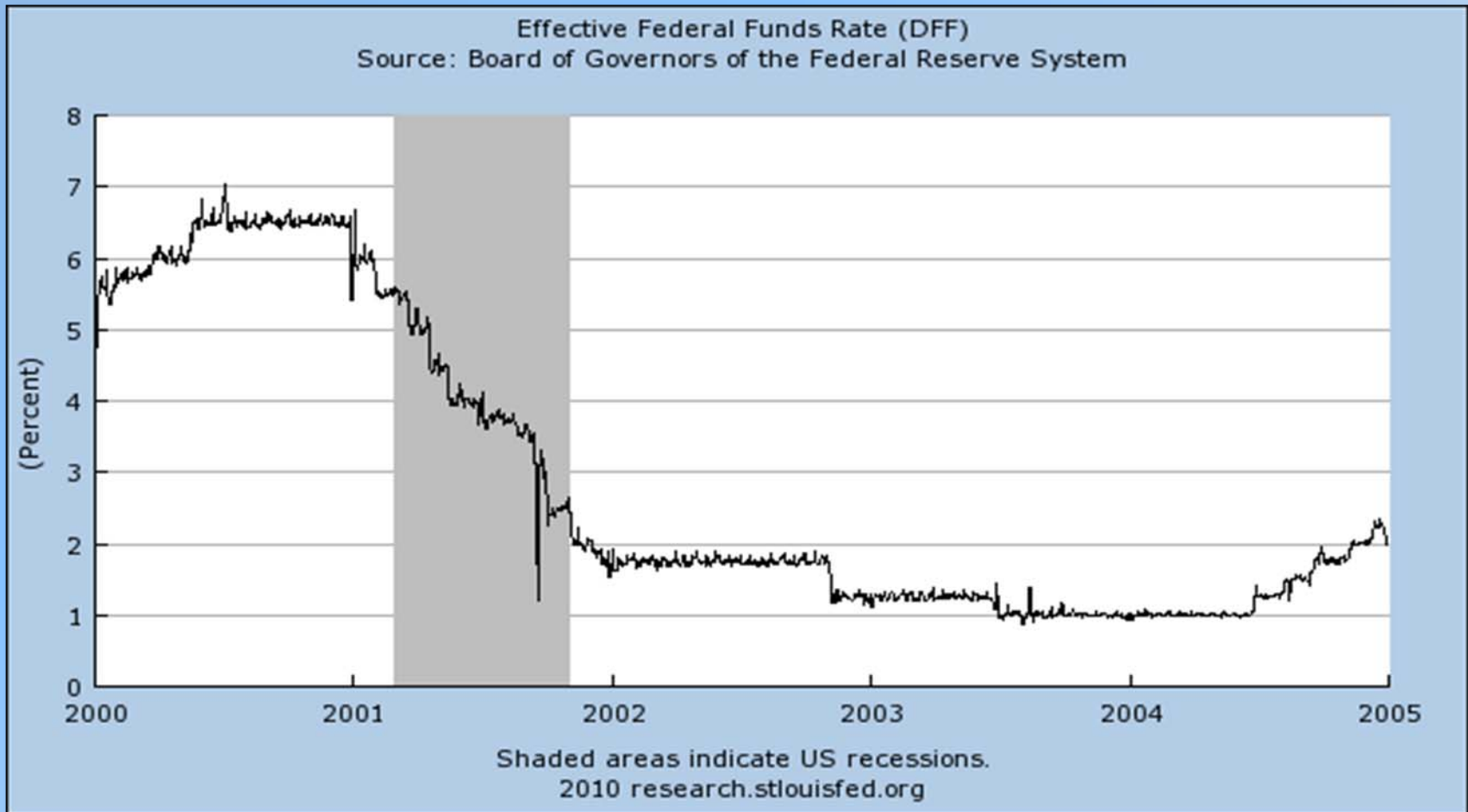
2001 éclatement de la bulle internet

La banque centrale des États-Unis (Réserve fédérale) décide de recourir à une vigoureuse politique d'expansion du crédit pour « soutenir » l'activité économique

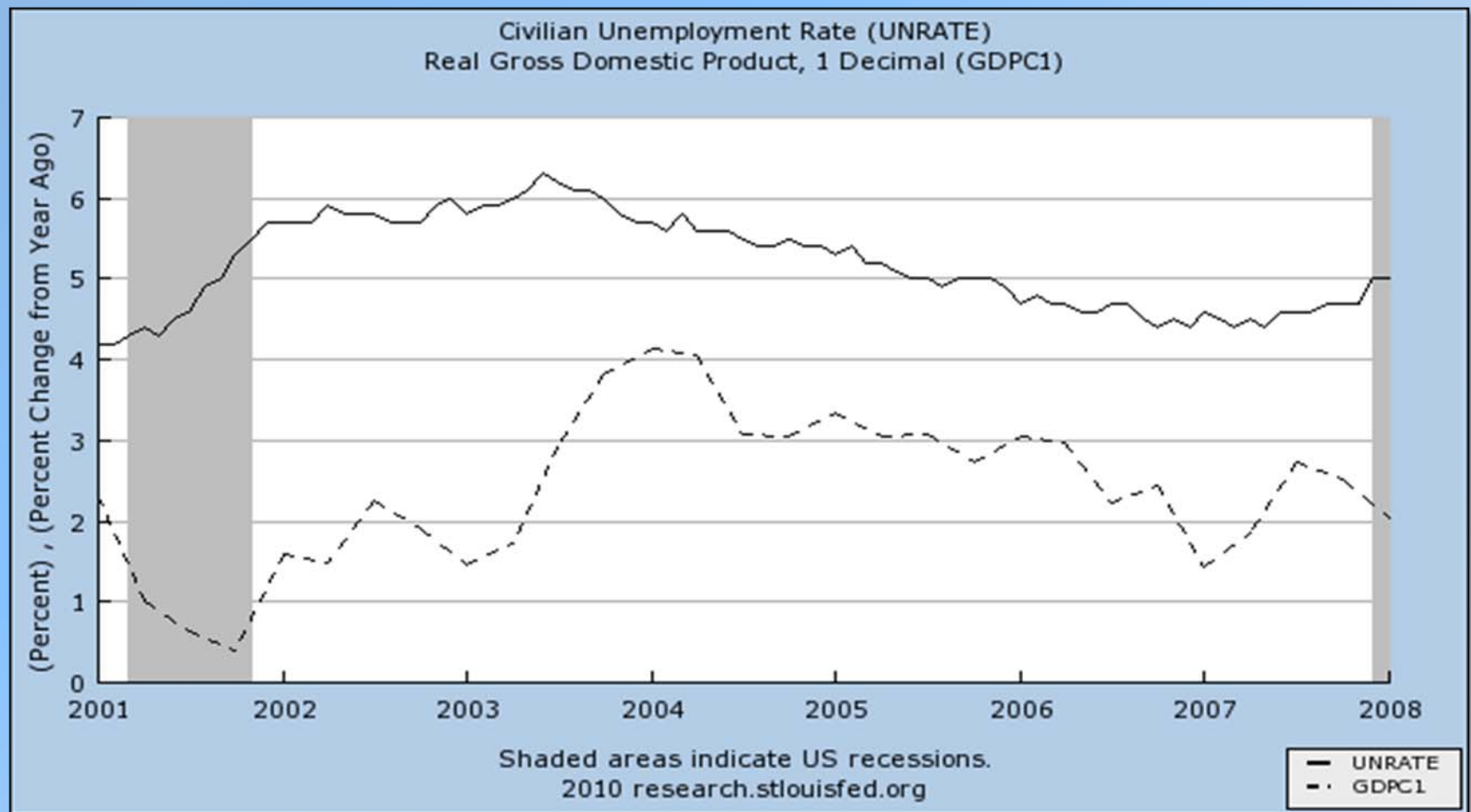
Federal Reserve Board 2001

“[July 2001] The weakness has become more persistent and widespread than had seemed likely last autumn. The shakeout in the high-technology sector has been especially severe, and with overall sales and profits continuing to disappoint, businesses are curtailing purchases of other types of capital equipment as well. [...] To foster financial conditions that will support strengthening economic growth, the FOMC has lowered its target for the federal funds rate four times since February [2001], bringing the cumulative decline this year to 2-3/4 percentage points.”

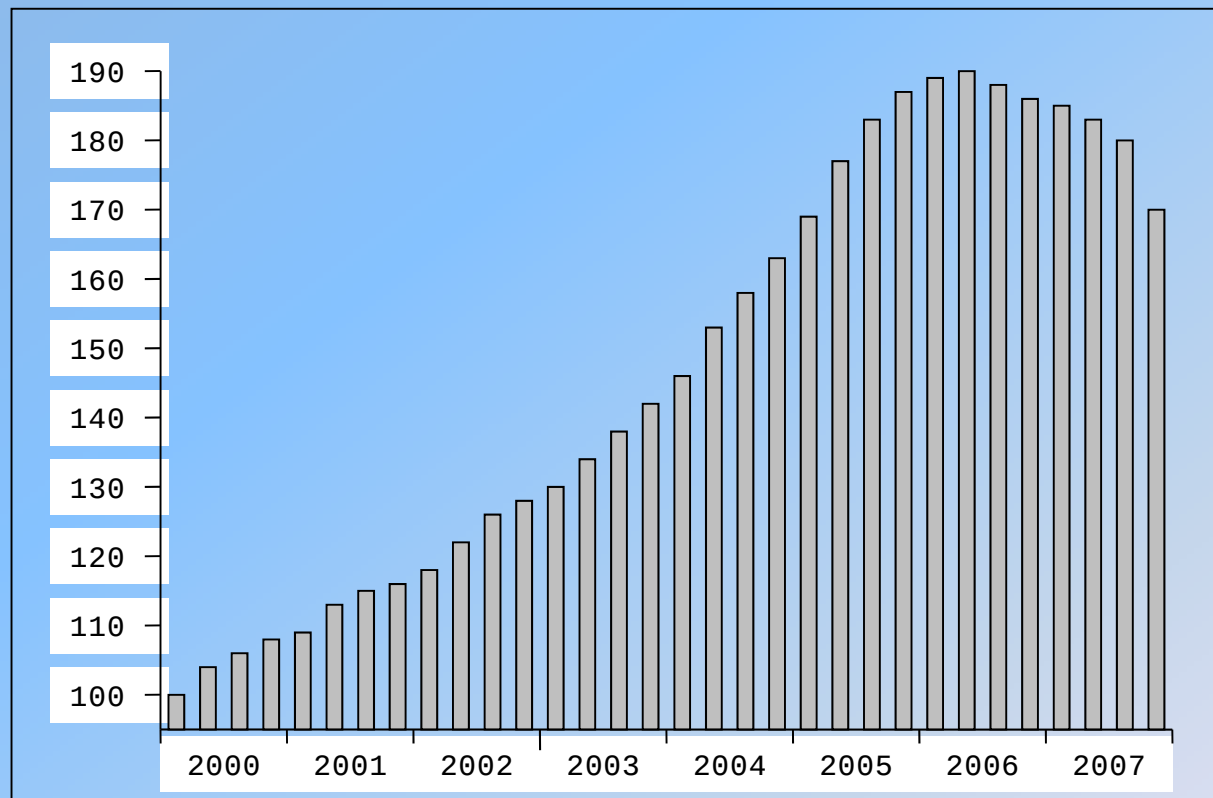
L'expansion du crédit



Le boom

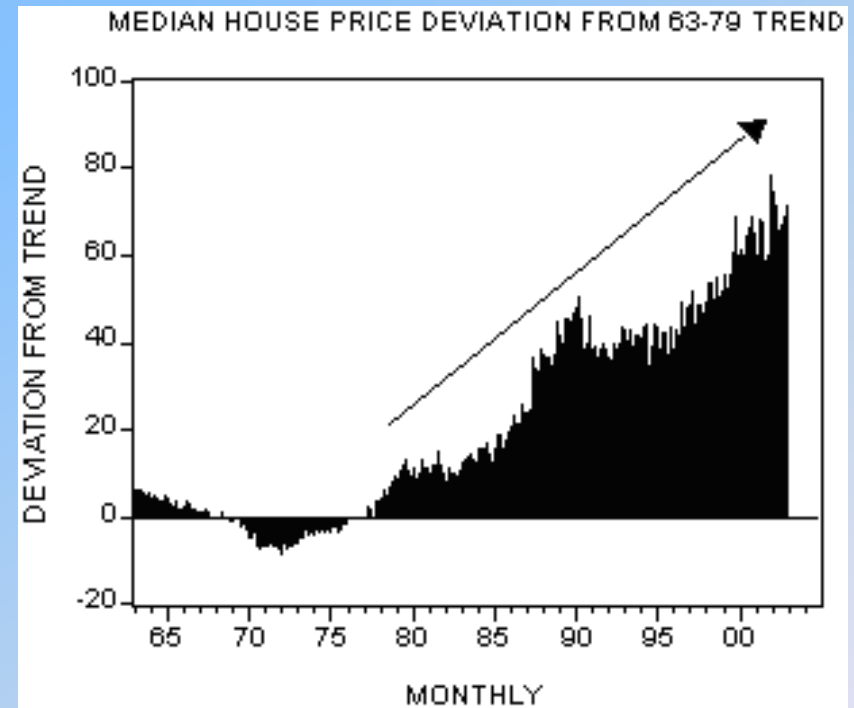
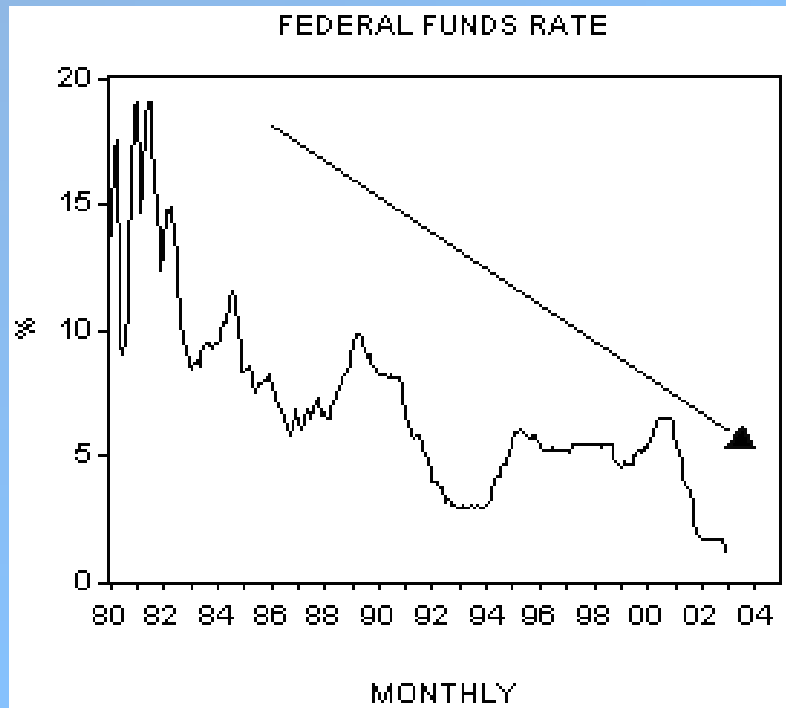


Le malinvestissement



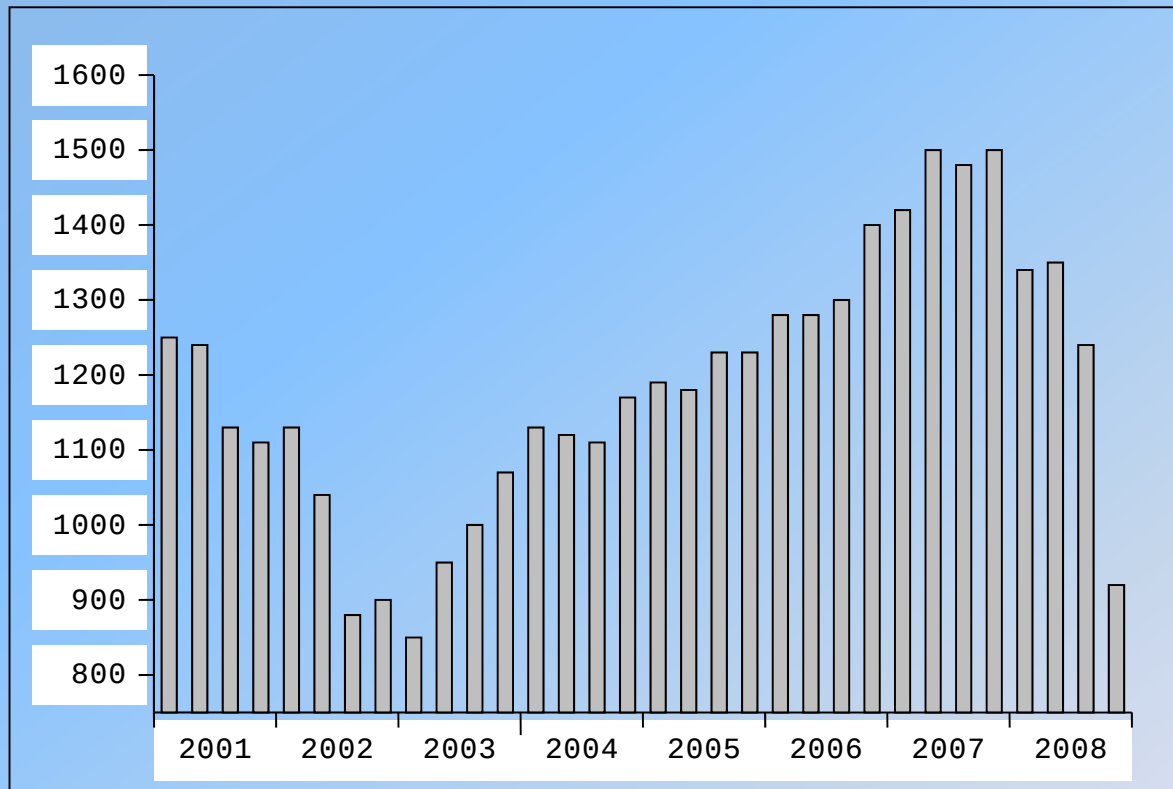
Indice national du prix des maisons individuelles aux États-Unis (S&P)

Le malinvestissement



Évolution comparée du *Fed funds rate* et
du prix de l'immobilier aux États-Unis
Source : Shostak (2003)

Le malinvestissement

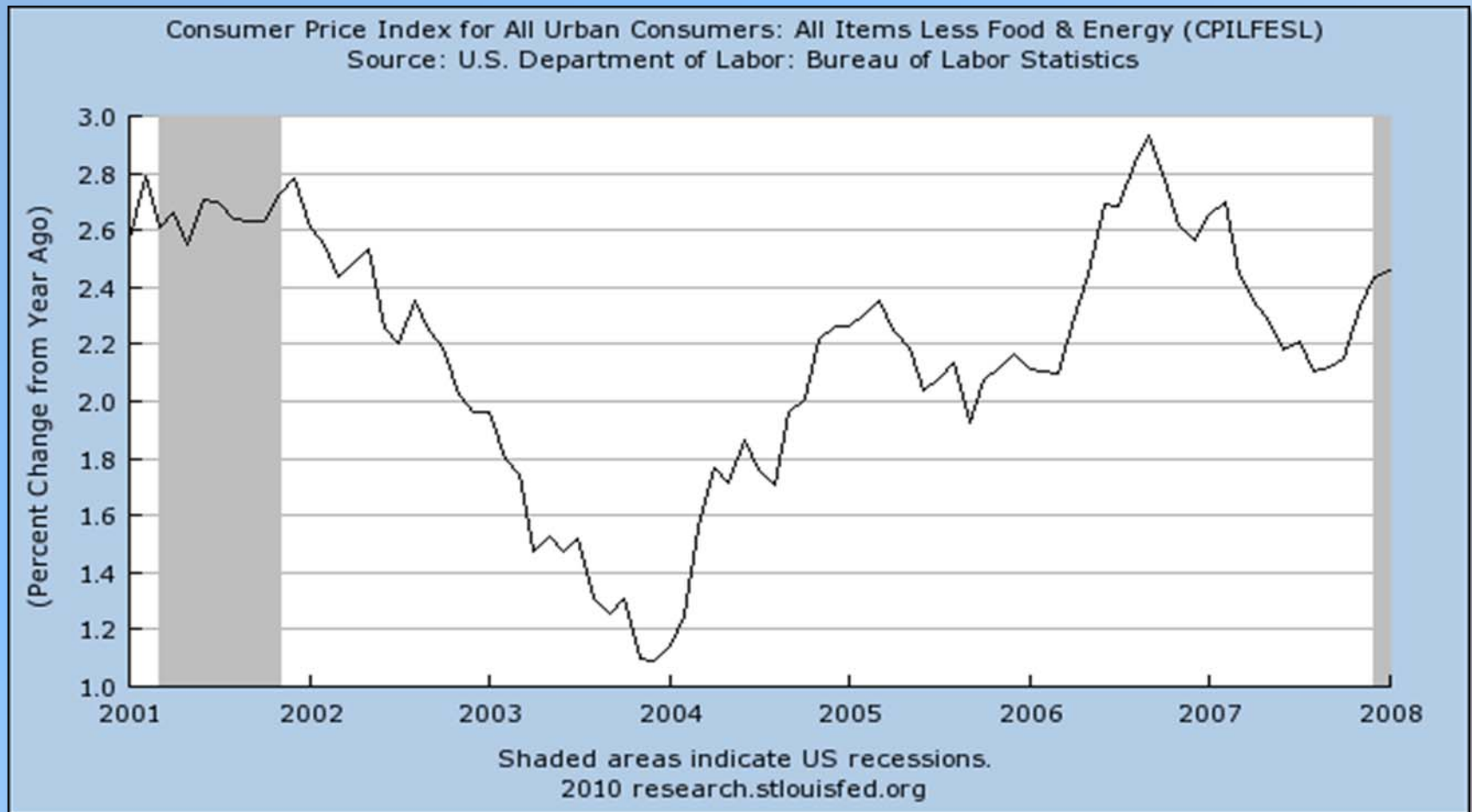


L'indice boursier S&P 500,
moyennes trimestrielles

Federal Reserve Board 2004

“[July 2004] With subsequent labor market reports suggesting that hiring was on a stronger track, growth in output continuing at a solid pace, and core consumer price inflation possibly running higher, the FOMC announced in May [2004] that it saw the risks to the goal of price stability as having moved into balance. Even so, the Committee stated that it believed that the monetary policy accommodation then in place could be ‘removed at a pace that is likely to be measured.’”

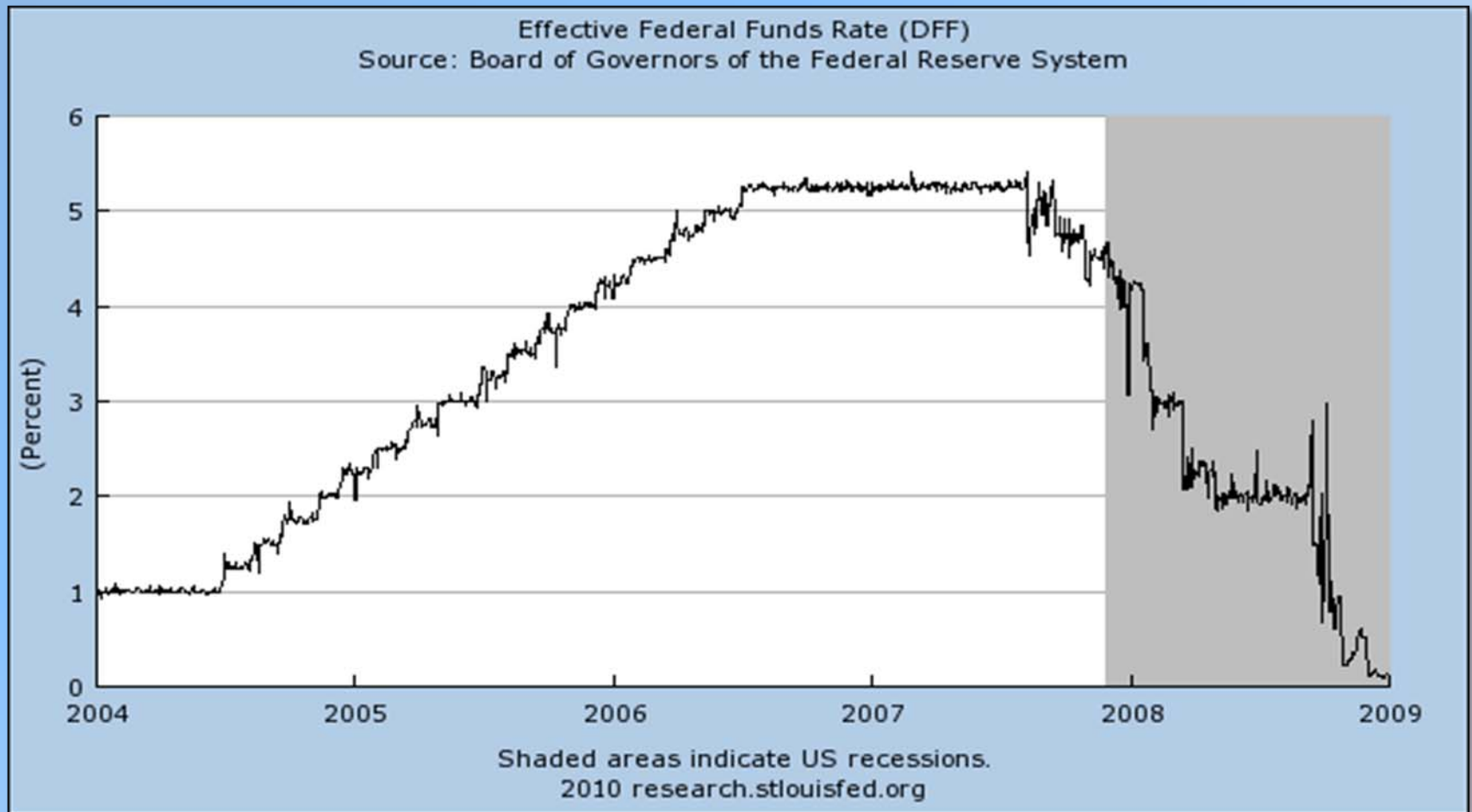
Indice des prix à la consom.



Federal Reserve Board 2005

“[July 2005] With financial conditions advantageous for households and firms, a solid economic expansion in train, and some upward pressure on inflation, the Federal Open Market Committee (FOMC) continued to remove policy accommodation at a measured pace over the first half of the year, raising the intended federal funds rate an additional 1 percentage point, to 3-1/4 percent, by the end of June.”

La remontée des taux d'intérêt



Federal Reserve Board 2007

“[February 2007] In the second half of the year [2006], a further slowdown in residential construction activity and a contraction in motor vehicle production created a significant drag on economic activity. However, consumer spending held up, and employment rose at a solid pace. [...] Core inflation also eased somewhat, albeit to a rate above its year-earlier level. Against this backdrop, the FOMC left the stance of policy unchanged at its final four meetings of 2006.”

La crise des *subprimes*

Signe annonciateur

- Fin 2005 : le prix des maisons plafonne à Boston, Détroit et San Diego

La crise des *subprimes*

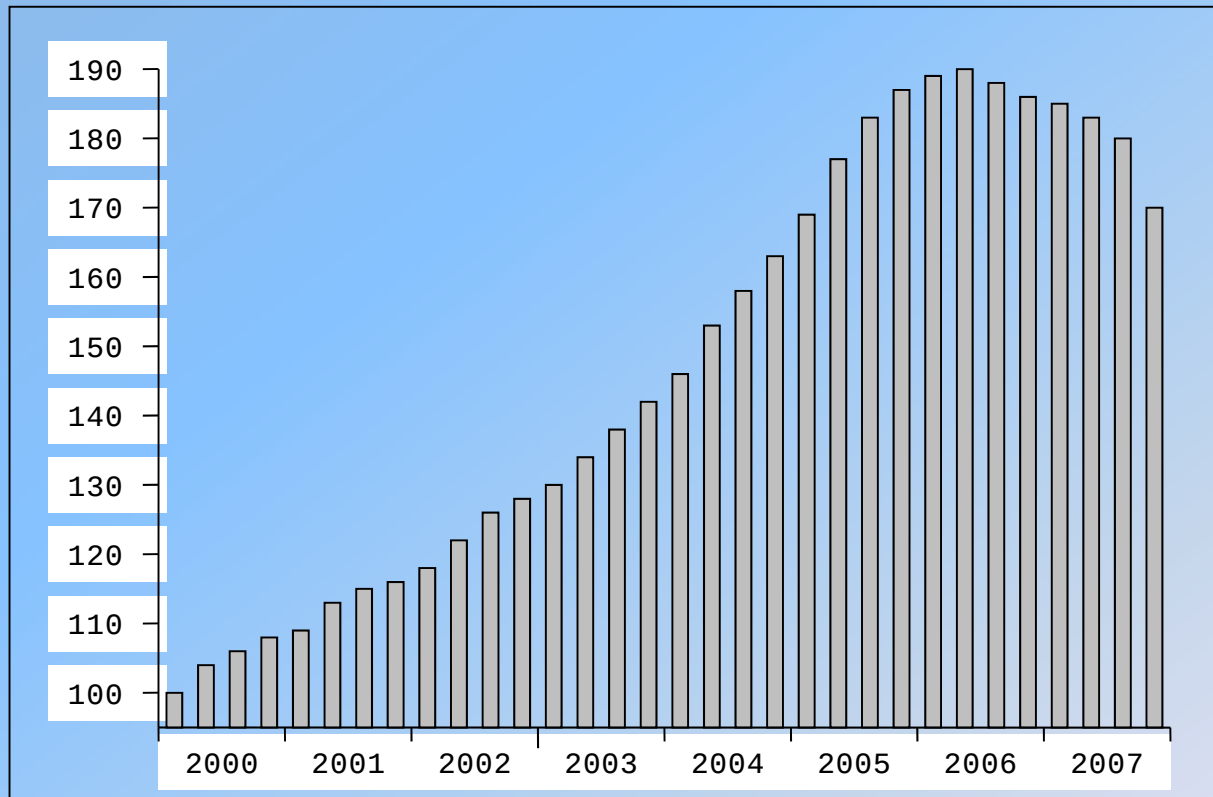
Signe annonciateur

- Fin 2005 : le prix des maisons plafonne à Boston, Détroit et San Diego

Crise immobilière

- Mi-2006 : retournement du marché immobilier national

La crise immobilière



Indice national du prix des maisons individuelles aux États-Unis (S&P)

La crise des *subprimes*

A partir de
mai 2006

- Les faillites des banques immobilières se multiplient

A partir
d'avril 2007

- Les indices boursiers (Dow Jones, S&P 500) stagnent

Décembre
2007

- Début officiel (NBER) de la récession aux Etats-Unis

Tout au long
de 2008

- Chute de la production et des indices boursiers

Δ du PIB, taux annualisés

2008 Q1

PIB US - 0,7 %

2008 Q2

PIB US + 1,5 %

2008 Q3

PIB US - 2,7 %

2008 Q4

PIB US - 5,4 %

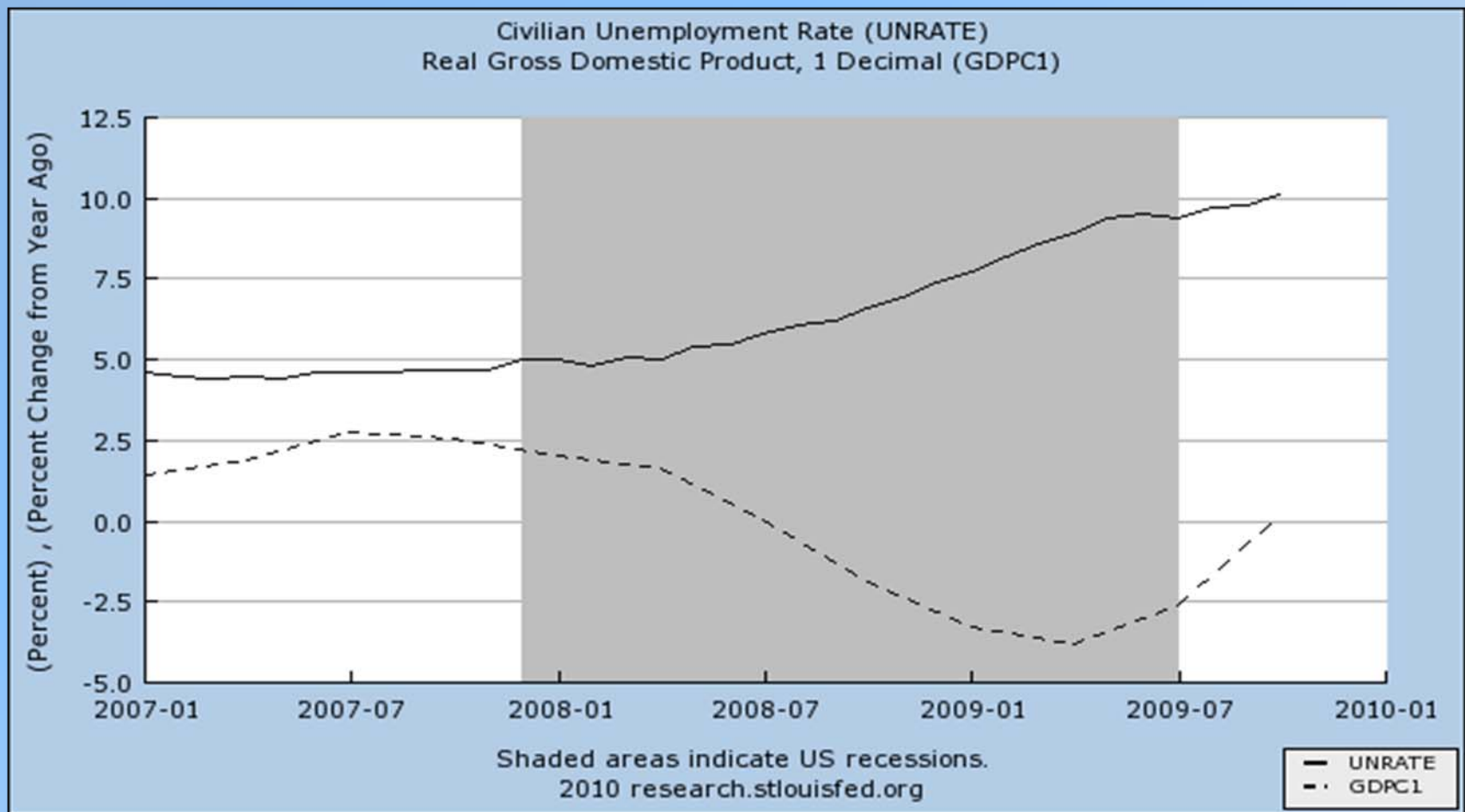
2009 Q1

PIB US - 6,4 %

2009 Q2

PIB US - 0,7 %

La crise des *subprimes*



L'explication autrichienne

1

- Expansion politique du crédit

2

- Malinvestissement

3

- Contraction du crédit pour éviter l'inflation

4

- Remontée politique des taux d'intérêt

5

- Crise de réajustement

Les aspects financiers

Les aspects financiers

L'un des principaux facteurs de la crise immobilière est « l'utilisation accrue de types exotiques de prêts immobiliers et l'augmentation résultante du risque de souscription. Cette conclusion suggère que la meilleure réponse à la bulle immobilière aurait été la régulation, et non la manipulation monétaire ».

Ben BERNANKE (2010)

Les aspects financiers

Expansion du crédit



Taux d'intérêt de court terme ↘



Emprunts à taux variables ↗

Les aspects financiers

Adjustable-Rate Mortgages - ARMs
Prêts immobiliers à taux variable

Les aspects financiers

Adjustable-Rate Mortgages - ARMs Prêts immobiliers à taux variable

- Les emprunts à taux variables sont risqués et peuvent devenir difficiles à rembourser quand les taux d'intérêt de court terme remontent

Les aspects financiers

Adjustable-Rate Mortgages - ARMs Prêts immobiliers à taux variable

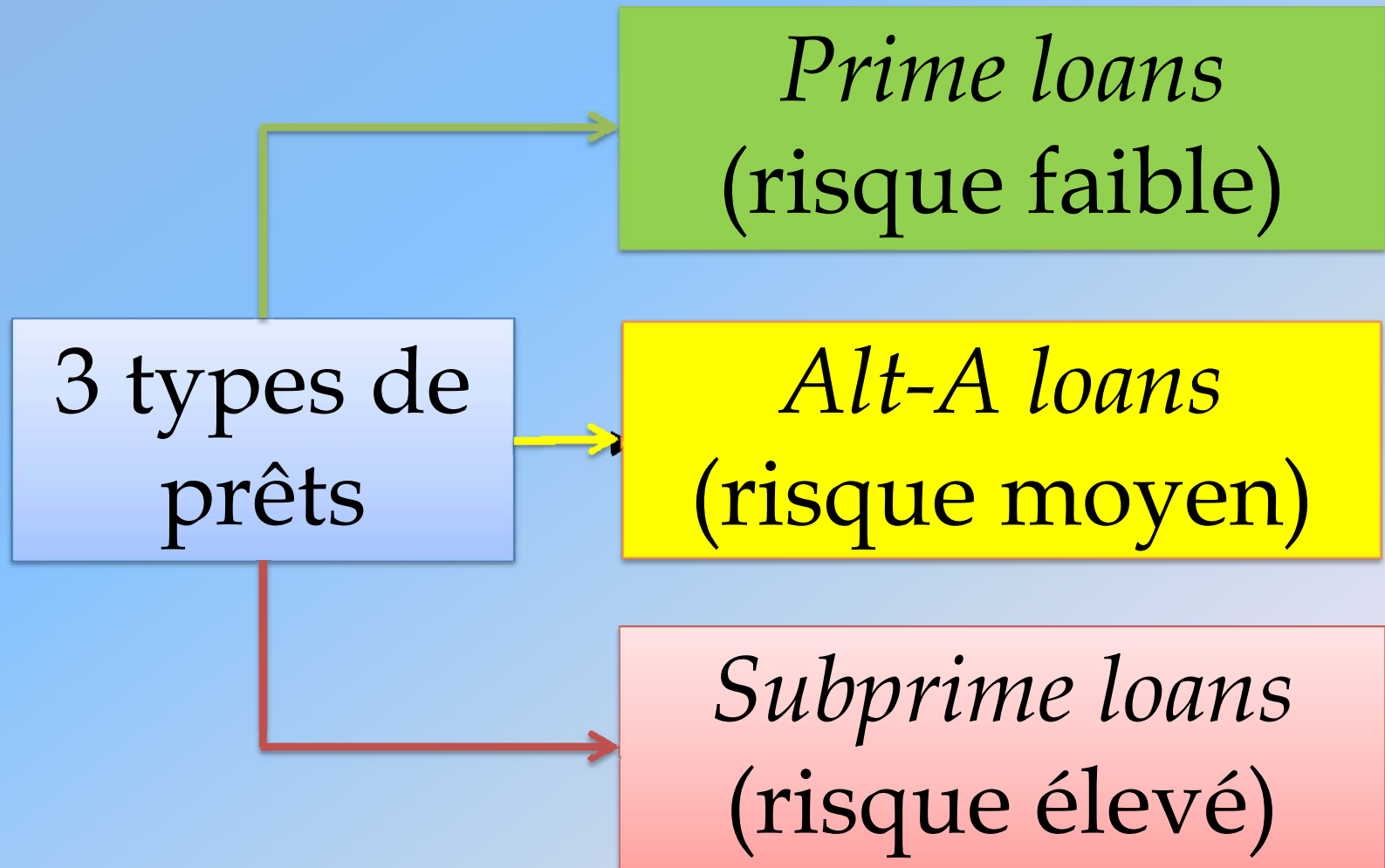
- Les emprunts à taux variables sont risqués et peuvent devenir difficiles à rembourser quand les taux d'intérêt de court terme remontent
- *Interest-only ARMs*

Les aspects financiers

*Adjustable-Rate Mortgages - ARM*s Prêts immobiliers à taux variable

- Les emprunts à taux variables sont risqués et peuvent devenir difficiles à rembourser quand les taux d'intérêt de court terme remontent
- *Interest-only ARM*s
- *Pay-option ARM*s

Les aspects financiers



Alt-A pay-option ARMs

2003 : 11 % des
nouveaux prêts immob



2005 : 38 % des
nouveaux prêts

Alt-A interest-only ARMAs

2000 : 3 % des
nouveaux prêts immob



2004 : 51 % des
nouveaux prêts

Les aspects financiers

La crise immobilière :
problème de taux variable
ou problème de *subprime* ?

Les aspects financiers

L'innovation financière pendant le boom est une conséquence de l'expansion du crédit. C'est un *aspect* du cycle mais pas sa cause.

L'explication autrichienne

1

- Expansion politique du crédit

2

- Malinvestissement

3

- Contraction du crédit pour éviter l'inflation

4

- Remontée politique des taux d'intérêt

5

- Crise de réajustement