HAL
open science

”L’origine de la grande récession”. Compte rendu de l’ouvrage d’Atif Mian et Amir Sufi, House of debt. How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again. The University of Chicago Press

Marine Duros

To cite this version:

Marine Duros. ”L’origine de la grande récession”. Compte rendu de l’ouvrage d’Atif Mian et Amir Sufi, House of debt. How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again. The University of Chicago Press. 2014. hal-03706670

HAL Id: hal-03706670

https://hal.science/hal-03706670

Submitted on 27 Jun 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L’archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d’enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

la vie des idées.fr

L'origine de la grande récession

Marine DUROS

Pour Atif Mian et Amir Sufi, l'origine de la Grande Récession américaine est à trouver dans un surendettement des ménages, et non dans un système bancaire sclérosé. Plutôt que de s'attacher à renflouer les banques, l'administration Obama aurait dû directement s'attaquer au poids de la dette.

Recensé : Atif Mian et Amir Sufi. *House of debt. How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again.* The University of Chicago Press, 2014, p. 219.

Si la crise des *subprimes* est régulièrement présentée comme l'élément déclencheur de la Grande Récession américaine, les mécanismes précis ayant conduit à cette destruction massive d'emplois ont été peu étudiés. Le débat public s'est principalement concentré sur la crise bancaire et la contraction associée des crédits, identifiée comme la cause principale de la Récession. Les réponses à la crise apportées par l'administration Obama, tournées vers un sauvetage massif des banques et le soutien aux prêts immobiliers, confirment cette vision.

Atif Mian et Amir Sufi, dans leur livre *House of debt* (2014) réfutent cette interprétation de la Récession, qu'ils qualifient de *banking view* : selon eux, c'est avant tout le surendettement des ménages, faisant suite au retournement du marché immobilier de 2006, qui est à l'origine de la destruction de tant d'emplois, avant même le début de la crise bancaire. Ce surendettement a conduit à une baisse de la consommation des ménages touchés et donc à une chute de la production, engendrant une augmentation du nombre de licenciements. À l'aide de nouvelles données disponibles à un niveau très fin (celui du quartier) et d'une méthodologie économétrique rigoureuse issue d'un long travail de dix ans, les auteurs proposent une démonstration convaincante du rôle crucial de la dette des ménages dans la Grande Récession. Ils en viennent alors à proposer des réponses politiques alternatives, davantage tournées vers l'effacement de la dette des ménages. À plus long terme, ils proposent, pour éviter le renouvellement de telles bulles immobilières, le développement d'un nouveau type de crédits, dont le risque serait assumé à la fois par le prêteur et l'emprunteur.

La théorie des *levered losses* contre la *banking view*

La *banking view* considère que le problème principal à l'origine de la Grande Récession a été l'impossibilité, pour les banques, de prêter – ce qui aurait sclérosé l'économie. L'un des principaux introducteurs et défenseurs de cette vision est Ben Bernanke, ancien président de la Fed, dans son article de 1983[1] sur l'analyse des causes de la Grande Dépression. A. Mian et A. Sufi mobilisent de nombreux faits empiriques visant clairement à contredire cette perspective et à critiquer les solutions à la crise proposées par B. Bernanke en 2008, tournées vers la préservation du système bancaire et financier. En particulier, alors même que les principales difficultés du système bancaire étaient résolues depuis fin 2008 (p. 127), les prêts bancaires aux entreprises ont continué de chuter en 2009 et 2010 (p. 130), le taux de chômage n'a atteint son niveau le plus élevé qu'en

1 Ben S. Bernanke, « Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression ». *The American Economic Review*, vol. 73, n° 3, 1983, p. 257-276.

2009 et les dépenses de consommation sont restées aussi contractées au moins jusqu'en 2011. Ainsi, selon les auteurs, le problème initial n'a pas tant été la contraction de l'offre de crédits qu'une baisse de la demande du côté des entreprises, due à une chute de la consommation des ménages et donc de la production. Ce sont d'ailleurs davantage les grandes entreprises qui ont licencié, alors même qu'elles dépendent moins des banques que les PME. Les auteurs observent par ailleurs que la forte baisse des dépenses des ménages en logement et autres biens durables (voiture, mobilier, etc.) a eu lieu entre 2006 et 2007, c'est-à-dire *avant* le début de la crise bancaire. Cette chute de consommation a été plus forte dans les zones qui ont connu un choc de richesse négatif suite au retournement du marché immobilier en 2006. Ceci va dans le sens d'un rôle du surendettement des ménages dans la Récession. En effet, entre 2000 et 2007, la dette privée a doublé, atteignant 14 milliards de dollars : le ratio dette privée sur revenu des ménages est alors le plus élevé jamais atteint depuis 1929. Revenons maintenant sur les mécanismes précis de la théorie de la « perte par effet de levier » (*levered-losses theory*) développée par les auteurs.

À l'origine de ce cycle de bulle immobilière est le développement de nouveaux types de prêts immobiliers entre 2000 et 2006, destinés à des ménages à plus faible capacité financière. Parmi ceux-ci, les crédits *subprimes* – prêts hypothécaires à fort taux d'intérêt – se développent massivement. Les auteurs l'expliquent par une large vague de titrisation des prêts immobiliers par les banques d'investissements à partir des années 2000 qui consiste à transformer des actifs financiers en titres revendus sur les marchés financiers : de 2002 à 2005, la fraction de prêts hypothécaires titrisés par des institutions non-gouvernementales passe de 3 à 20 %, et ce plus particulièrement dans des zones où la part d'emprunteurs de *subprimes* est plus importante. Loin d'être la conséquence d'un choc productif ou technologique positif sur l'économie – comme le voudrait la théorie des cycles réels (*real business cycles theory*) – l'augmentation de ce type de crédits de 2002 à 2005 était, d'après les résultats des auteurs, associée à un déclin relatif du revenu permanent[2] des ménages. En d'autres termes, la croissance des crédits immobiliers et le revenu des ménages étaient négativement corrélés. C'est donc bien un changement de l'offre de crédits qui est la cause de leur prolifération.

Cette croissance des prêts immobiliers a ensuite affecté les prix du logement, engendrant une bulle immobilière. Afin d'estimer cet effet, les auteurs s'intéressent aux villes des Etats-Unis ayant une offre de logements élastique, c'est-à-dire où la croissance des prix immobiliers observée et attendue est faible et donc où l'évolution des prix ne peut être due à une bulle immobilière (p. 81). Ils observent ainsi que dans ces villes, les quartiers composés de ménages à mauvais score de crédit[3] ont connu une augmentation des prêts immobiliers. Ainsi, ce n'est pas l'augmentation des prix de l'immobilier qui a pu engendrer une augmentation de la demande de crédit, mais bien l'inverse. Cette croissance des prix a alors rendu difficile le remboursement des prêts par les futurs propriétaires, ce qui a conduit à une augmentation de leur endettement ainsi qu'à une vague de saisies immobilières. Il s'en est suivi un retournement du marché immobilier avec une chute de 30% des prix de l'immobilier entre 2006 et 2009 (p. 22-23), aggravant le surendettement de ces ménages.

Mais les effets du retournement du marché immobilier sur la dette des ménages ne s'arrêtent pas là : ce sont également les propriétaires existants, par effet d'accélérateur (*feedback effect*) qui ont été touchés (p. 86). Ces derniers – en particulier les plus contraints financièrement – commencèrent à emprunter face à la valorisation de leur bien immobilier entre 2002 et 2006 (*home-equity based borrowing channel*). Ces emprunts ne servaient pas simplement à acheter de nouveaux

2 La notion de revenu permanent a été introduite par Milton Friedman pour désigner le revenu non-transitoire d'un individu, qui constitue la base à partir de laquelle il fixe son niveau de consommation. Ce revenu inclut les revenus escomptés, qui ne sont pas versés immédiatement à l'individu.

3 Aux États-Unis, le score de crédits (*credit score*) est une note attribuée à chaque personne ayant un numéro de sécurité sociale, qui est censé refléter sa capacité à rembourser ses dettes. Il a des conséquences sur l'obtention d'une carte de crédit, d'un crédit, etc.

biens durables mais aussi à acheter des biens de première nécessité, de manière à lisser leur consommation. À l'aide de données individuelles de panel sur la dette de propriétaires entre 1997 et 2008, A. Mian et A. Sufi trouvent que les plus contraints financièrement empruntèrent en moyenne entre 25 et 30 centimes de dollars face à l'augmentation de la valeur de leur maison d'1 dollar entre 2000 et 2006. Le retournement du marché immobilier a alors produit, par effet de levier, un choc négatif de richesse pour ces propriétaires, conduisant également à une augmentation de leur niveau d'endettement. Ce canal explique selon les auteurs environ 50 % de l'augmentation totale de la dette des propriétaires entre 2002 et 2006.

Conséquences du surendettement des ménages

Ce surendettement des ménages (propriétaires existants comme futurs propriétaires), qui appartenaient principalement au plus bas quartile de la distribution de la richesse, i. e. les 25% des ménages les plus pauvres, a eu un effet important sur la consommation de biens durables. En effet, ces ménages ayant une propension marginale à consommer plus forte que des ménages plus riches (c'est-à-dire qu'une augmentation d'1 dollar de revenu conduit à une augmentation plus significative de leur consommation), ils sont plus sensibles à ces chocs de richesse. Et ceci d'autant plus que leurs stocks de capitaux sont principalement constitués de capitaux immobiliers, beaucoup plus sensibles à la conjoncture économique. Ainsi, afin de rembourser leurs dettes, ces ménages ont privilégié l'épargne, faisant baisser considérablement la consommation et la production de biens durables.

La conséquence a alors été une augmentation massive du chômage dans ces secteurs touchés par une chute de la consommation. Les auteurs montrent d'ailleurs que les pertes d'emplois dans le secteur des biens non-échangeables sont plus importantes dans les zones avec des taux élevés d'endettement et là où les prix de l'immobilier ont drastiquement chuté, ce qui confirme leur raisonnement. Selon les auteurs, le déclin de la demande agrégée permettrait d'expliquer la perte de plus de 4 millions d'emplois entre 2007 et 2009, soit environ 65% des emplois perdus (p. 66). Le problème fondamental qu'ils signalent est qu'un tel processus ne fait qu'accroître les inégalités de richesse puisque les moins aisés ne détiennent comme richesse que leurs capitaux immobiliers, plus sensibles à ces chocs macroéconomiques, alors que les plus aisés détiennent d'autres sources de richesse moins sensibles à la conjoncture économique (SICAV monétaire, titres financiers, etc.).

Comment prévenir les futures crises ?

Ainsi, pour les auteurs, il faut avant tout s'attaquer à la dette des ménages plutôt que s'attacher à renflouer les banques – ce qui est jugé inefficace et même contreproductif. Les auteurs mobilisent l'exemple de la crise immobilière en Espagne (p. 120). La réglementation concernant le remboursement des crédits immobiliers, qui remonte à 1909, y est très stricte : les propriétaires doivent rembourser leur prêt même après saisie de leur maison, cette pénalité les suivant toute leur vie – et pouvant par exemple induire des difficultés à louer un appartement ou à obtenir un contrat de téléphonie mobile. L'objectif est bien sûr d'éviter la fragilisation du système bancaire et donc de maintenir l'économie en forme, mais l'Espagne a au contraire été l'un des pays les plus durement touchés par la crise. En effet, après une montée en flèche des prix de l'immobilier de 150% au début de la décennie 2000, l'éclatement de la bulle immobilière a conduit à un accroissement massif de la dette des ménages, suivi d'une chute drastique de la consommation et d'une explosion du taux de chômage, atteignant les 25% en 2012.

Pourquoi alors y a t-il eu un tel biais des politiques post-crises en direction du sauvetage des banques ? Les auteurs renvoient sur ce point (entre autres) à leurs travaux d'économie politique avec Francesco Trebbi sur le pouvoir politique des créanciers (p. 131). À l'aide de données sur les dépenses de campagnes, ils montrent que les contributions des institutions financières aux campagnes politiques des membres du Congrès ont eu pour conséquence d'inciter les élus à

davantage voter pour le renflouement des banques. Ils ont également observé que les membres du Congrès proches de la retraite étaient moins sensibles à cette aide financière, dans la mesure où ils n'avaient pas l'ambition d'être réélus.

Pour les auteurs, une solution à court terme aurait été d'alléger la dette des ménages, de manière à permettre aux propriétaires de revendre leur maison plutôt que de voir l'ensemble de leur richesse disparaître. Ceci aurait permis de mieux répartir les pertes associées au crash immobilier entre débiteurs et créanciers, ces derniers ayant à la fois des taux d'endettement et une propension marginale à consommer plus faibles. Les auteurs notent d'ailleurs que de telles positions ont commencé à voir le jour au début des années 2010 chez certains économistes orthodoxes constatant que la croissance ne reprenait pas (p. 141).

Pour éviter que de tels cycles se reproduisent, ils proposent, à plus long terme, de mettre en place une forme de partage des risques entre créancier et prêteur. Ils font en effet remarquer que la dette fonctionne actuellement comme une « anti-assurance » : seuls les emprunteurs – ceux qui ont besoin d'argent – sont touchés en cas de déclin des prix de l'immobilier, ce qui peut aller jusqu'à une disparition complète de leur capital immobilier. De plus, un tel système ne fait qu'augmenter les inégalités de richesses. Les auteurs proposent donc de sortir de ce schéma d'endettement et de développer des prêts avec partage du risque, c'est-à-dire d'arrêter de concentrer les risques sur l'emprunteur (*shared-responsability mortgage* ou SRM). L'idée serait que le prêteur offre une protection à l'emprunteur en cas de baisse de la valeur du bien immobilier, et qu'en retour l'emprunteur verse 5 % de ses gains en capitaux au prêteur en cas d'augmentation de cette valeur. En évitant des chocs brutaux de la demande agrégée, cela permettrait d'assurer une protection des emplois ainsi que de prévenir les éventuels débuts de bulles immobilières.

Portée de l'analyse

L'ambition des auteurs, spécialistes des questions d'endettement, est d'étendre leur explication à d'autres crises et à des échelles différentes. Le processus de Grande Récession est comparé à celui de Grande Dépression de 1929, à l'occasion duquel le niveau d'endettement des ménages avait atteint des sommets. En effet, cette période avait vu le développement massif de nouveaux crédits à la consommation (*installment debt*) et prêts immobiliers, analysé par C. E. Persons[4] (1930) et M. Olney[5] (1999) (p.4-5). Par ailleurs, ils mettent en parallèle la Grande Récession américaine et la crise européenne : les pays les plus durement touchés par la crise – l'Irlande et l'Espagne – ont souffert de contrats de dettes très rigides avec les pays prêteurs comme l'Allemagne. Ainsi, les auteurs proposent la mise en place de leurs « SRM » au niveau des États – c'est-à-dire le développement d'obligations souveraines plus flexibles, à relier par exemple au PIB nominal du pays, comme le proposent Mark Kamstra et Robert Shiller[6] (p. 185).

L'intérêt de ce livre tient à sa clarté et sa pédagogie dans l'explication des différentes étapes du processus : les auteurs s'appuient sur un travail économétrique rigoureux (détaillé dans leurs articles antérieurs sur ce sujet), mais rendent leur analyse accessible en mobilisant de nombreux exemples et graphiques, en évitant équations et jargons économiques et économétriques. Toutefois, certains points gagneraient à être développés. Ainsi, dans un article du 17 mai, *The Economist*[7] montre que la manière dont les auteurs disqualifient la *banking view* a un certain nombre de limites.

---

4 Charles E. Persons, « Credit Expansion, 1920 to 1929, and its Lessons », *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 45, n°1, 1930, p. 94-130.

5 Martha L. Olney, « Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930 ». *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 114, n° 1, 1999, p. 319-335.

6 Mark J. Kamstra et Robert J. Shiller, « The Case for Trills: Giving the People and Their Pension Funds a Stake in the Wealth of the Nation », Cowles Foundation Discussion Paper n° 1717, 2009, Yale ICF Working Paper n° 16.

7 « The opposite of insurance », *The Economist*, May 17th 2014. (http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21602244-new-book-argues-household-debt-not-broken-banks-fuelled-recent)

En se concentrant sur l'évolution des prêts des banques aux entreprises, A. Mian et A. Sufi ne s'intéressent par exemple pas au comportement des autres institutions financières, ni aux prêts aux ménages – alors même que cela apporterait des éléments essentiels pour comprendre pourquoi le chômage a poursuivi sa montée en flèche après la faillite de Lehman Brothers. Dans cette même perspective, les auteurs tendent à rendre trop exclusive leur analyse de la crise et donc trop radicale leur critique des politiques mises en place, alors qu'on pourrait penser à un rôle complémentaire des deux effets (*levered loss effect* et *banking view*). En effet, A. Mian et A. Sufi ne sont pas capables d'identifier le « contrefactuel », c'est-à-dire ce qu'aurait été l'évolution du taux de chômage en l'absence de la crise bancaire et des politiques de sauvetage des banques associées.

Enfin, les auteurs généralisent un peu vite leur analyse à l'ensemble des crises alors que leur argumentation est très spécifique au contexte politique et financier états-unien. En effet, les prêts hypothécaires sont beaucoup moins développés dans les pays d'Europe continentale, sans que cela ait empêché ces derniers de connaître une crise économique et financière majeure. L'argument d'économie politique mobilisé par les auteurs pour expliquer la prégnance de la *banking view* ne peut pas non plus être extrapolé au cas européen où les campagnes électorales ne sont pas financées par des institutions financières. L'Europe a pourtant mené la même politique de sauvetage des banques. En ce sens, bien que les auteurs aient identifié un mécanisme essentiel de la crise économique dans le cas américain, leur explication globale de la crise est peut-être insuffisante. D'où des conclusions un peu rapides sur les solutions politiques à appliquer pour les autres crises.

Publié dans laviedesidees.fr, le 8 octobre 2014
© laviedesidees.fr