

## Faire le point sur le cours d'ESH du vendredi 14 décembre 2018

### A la fin de ce cours, je dois être capable de :

- Distinguer dans le modèle OG-DG le choc (l'impulsion) et la propagation (fluctuations engendrées par le choc) ;
- Présenter le mécanisme impulsion-propagation en recourant à la métaphore du cheval à bascule de Knutt Wicksell ;
- Dire qu'un système économique affecté par un choc ne produira pas les mêmes fluctuations conjoncturelles de l'activité qu'un autre système économique (avec des institutions différentes) ;
- Illustrer les fluctuations conjoncturelles de l'activité que produit un choc de demande positif (réunification allemande dans les années 1990) ;
- Illustrer les fluctuations conjoncturelles de l'activité que produit un choc d'offre négatif (choc pétrolier des années 1970) ;
- Montrer que le choc d'offre négatif (choc pétrolier de 1973) ne se propage pas de la même manière en Angleterre et en Suisse ;
- Dire que l'explication des fluctuations par le cycle financier permet de fournir une explication endogène et non déterministe des fluctuations ;
- Distinguer taux d'intérêt naturel et taux d'intérêt monétaire chez K. Wicksell ;
- Définir l'effet de levier de l'endettement ;
- Définir l'effet de massue de l'endettement ;
- Montrer le rôle de l'effet de levier (pour la phase d'expansion) et de l'effet de massue (pour la phase de récession) dans l'explication des fluctuations ;
- Montrer que la rentabilité économique d'un projet dépend des anticipations collectives de l'avenir (conventions) dans un monde caractérisé par l'incertitude radicale ;
- Dire que des conventions optimistes se traduisent par une anticipation d'une forte rentabilité économique, d'un effet de levier important et donc d'un fort recours à l'endettement (même si le taux d'intérêt est élevé) ;
- Expliquer l'expression « paradoxe de la tranquillité »

### Complément de cours : le paradoxe de la tranquillité

**Hyman Minsky** est à l'origine d'un modèle explicatif des fluctuations économiques : le **cycle du crédit**. Quand les **conventions financières** sont optimistes, les agents économiques **anticipent une forte rentabilité pour leur activité économique**. Aussi, même si le taux d'intérêt est élevé, ils pensent qu'il est viable de s'endetter parce que le rendement de l'investissement excède le coût du financement. Autrement dit, **l'endettement génère un effet de levier** : la rentabilité des fonds propres des AE est dopée. Ils **demandent alors massivement des crédits ce qui stimule l'activité économique et renforce les conventions optimistes** (les anticipations sont auto-réalisatrices).

**Puisque les revenus de tous les agents économiques augmentent** (profits des entreprises et salaires des ménages) **ainsi que la valeur de leur patrimoine** (hausse du prix de l'immobilier, hausse de la valeur des actions parce que les entreprises réalisent beaucoup de profit), **les banques répondent favorablement aux demandes de crédit des ménages et des entreprises**.

Or les banques évaluent mal la réelle solidité financière/solvabilité des AE auxquels elles prêtent. Elles ont tendance à financer des AE très fragiles qui présentent le risque de devenir insolvables à la première difficulté économique ou financière qu'ils rencontrent. Hyman Minsky utilise l'expression « paradoxe de la tranquillité » pour qualifier cet accès au financement d'AE très fragiles durant la période d'expansion et d'euphorie. Leur (sur)endettement sera à l'origine du retournement du cycle et de l'entrée dans la phase de récession.

Pour comprendre pourquoi les banques sous-évaluent la fragilité financière des AE qui demande des financements durant la période d'expansion, il est utile d'analyser l'effet que génère les bulles spéculatives sur les bilans des AE. Travaillons sur le bilan d'un AE fictif. Il détient un bien immobilier partiellement financé par le recours à l'endettement et quelques actifs financiers de telle sorte que son bilan se présente comme suit :

Actif	Passif
Maison : 200 000 €	Fonds propres : 150 000 €
Valeurs mobilières (actions) : 50 000€	Dettes : 100 000 €

La conjoncture favorable dope le marché de l'immobilier (hausse des prix de 50 %) et celui des actions (prix des actions multiplié par deux). Son bilan est désormais le suivant :

Actif	Passif
Maison : 300 000 €	Fonds propres : 300 000 €
Valeurs mobilières (actions) : 100 000€	Dettes : 100 000 €

Ses ressources s'élèvent désormais à 400 000 € parce que le bien immobilier s'est apprécié tout comme les valeurs mobilières. Cette valorisation de ces deux formes d'actifs fait qu'il est désormais à la tête de 300 000 € de fonds propres, soit deux fois plus qu'auparavant, pour une dette qui n'a pas changé. Aussi, s'il demande un crédit à une banque, cette dernière va lui prêter facilement parce qu'elle estime que la valeur des collatéraux (bien immobilier et valeurs mobilières) rendent ce prêt particulièrement peu risqué. Elle lui prête donc 400 000 euros pour acheter deux appartements que l'AE compte proposer à la location. Son bilan devient :

Actif	Passif
Maison : 300 000 €	Fonds propres : 300 000 €
Deux appartements : 400 000 €	Dettes : 500 000 €
Valeurs mobilières (actions) : 100 000€	

La valeur de son bilan monte à 800 000 € (300 000 euros de fonds propres et 500 000 € de dette). La qualité de son bilan s'est fortement dégradée avec une dette qui atteint 63 % de ses ressources. Mais dans la réalité la dégradation du bilan est bien plus forte parce que les prix

de l'immobilier son surévalués de 25 % (bulle immobilière) et celle des actions de 40 % (bulle boursière). Quand la conjoncture se retourne, le prix de l'immobilier chute fortement (baisse de 33 %) et celui des actions est divisé par deux. Son bilan devient alors :

Actif	Passif
Maison : 200 000 €	Fonds propres : 14 000 €
Deux appartements : 264 000 €	Dette : 500 000 €
Valeurs mobilières (actions) : 50 000€	

Le dégonflement de la bulle engendre une forte dévalorisation des valeurs immobilières et mobilières qui réduit presque à néant les fonds propres de l'AE. Il a désormais un bilan très fragile puisque ce dernier comporte à peine 3 % de fonds propres et 97 % de dette. Imaginons que la crise économique génère du chômage qui affecte les locataires des deux appartements. Ces derniers peinent à payer leur loyer, demande un report et finalement au bout de cinq à six mois annoncent qu'ils sont dans l'incapacité de payer les mensualités. L'AE a perdu les loyers non payés, il ne parvient pas à louer les deux appartements et doit se résoudre à les vendre. Le problème c'est que le marché est très peu dynamique et il ne trouve pas d'acheteurs. Il en va de même pour trouver des acquéreurs pour sa maison ou pour ses valeurs mobilières. Il se retrouve alors à très court terme dans l'incapacité de rembourser ses prêts. Il fait défaut.

A travers cet exemple fictif, on voit bien que **la fragilité financière de l'AE, qui le conduit au défaut, s'est constituée au moment de l'expansion quand la forte valorisation de ces actifs (fictive sur le long terme parce que spéculative) lui a permis de fortement s'endetter : c'est le paradoxe de la tranquillité.**