



---

# Crise de 1929 et de 2008 : Comparaison

Causes, effets, transmission des chocs entre pays et secteurs,  
réponses de politique économique,  
formes de reprise économique ultérieure.

Mémoire réalisé par  
**Thomas Jongen**

Promoteur(s)  
**Alain de Crombrughe de Picquendaele**

Lecteur(s)  
**Luca Pensieroso**

Année académique 2017 - 2018

En vue de l'obtention du titre académique de  
**Master (120) en sciences économiques, orientation générale  
à finalité spécialisée**

---

*Je tiens à remercier tout d'abord, toutes les personnes qui ont collaboré de quelque manière que ce soit dans la rédaction de ce mémoire.*

*Par la suite, ma reconnaissance revient plus particulièrement à mon directeur de mémoire, monsieur Alain de Crombrugghe de Picquendaele. Je souhaite par ailleurs, souligner l'apport des Universités de Liège, Louvain et Namur et de leurs professeurs pour avoir contribué à ma formation. Ce mémoire en témoigne avec les citations des cours de : Lionel Artige, Henri Bogaert et Luca Pensieroso.*

*Enfin, j'aimerais montrer ma gratitude envers ma famille et mes amis qui m'ont soutenu tout au long de mes années études.*

*En Souvenir de Clarisse.*

# Table des matières

<b>1. INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
<b>2. DEFINITION ET TYPOLOGIE.....</b>	<b>3</b>
2.1. QU'EST-CE QU'UNE CRISE FINANCIERE ? .....	3
2.2. TYPOLOGIE DE CRISE .....	4
<b>3. LES FAITS ET LES DONNEES.....</b>	<b>7</b>
3.1 LES DONNEES IMPORTANTES.....	7
3.1.1. Les données afférant à la monnaie et aux prix.....	7
3.1.2. Les données sur la production et le commerce.....	9
3.2. CONTEXTE ET MESURES EN REPONSE A LA CRISE DE 1929.....	10
3.2.1. Les années folles : l'euphorie technologique et politique du « laisser-faire » .....	10
3.2.2. Le « gold-exchange standard ».....	11
3.2.3. Le cas particulier de l'Allemagne.....	12
3.2.4. Le déroulement de la crise boursière de 1929.....	13
3.2.5. Solution apportée pour une reprise.....	14
3.3. CONTEXTE ET MESURES POUR LA CRISE DE 2008.....	16
3.3.1. A l'origine de dysfonctionnements microéconomiques.....	16
3.3.2. Inclusion du risque au niveau macroéconomique.....	17
3.3.3. Déroulement de la crise des subprimes.....	18
3.3.4. Solution apportée à la crise bancaire.....	20
<b>4. ANALYSE COMPARATIVE DES DEUX CRISES.....</b>	<b>22</b>
4.1. DIFFERENCES ET SIMILITUDES DES CAUSES DE LA GRANDE DEPRESSION ET DE LA GRANDE RECESSION.....	22
4.1.1. Les similitudes entre zones monétaires précédentes et contemporaines aux crises.....	21
4.1.2. Différences de volatilités liées aux cycles économiques de la décennie qui précèdent.....	26
4.2. POINTS IMPORTANTS LORS DE LA PERIODE DE CONTRACTION.....	29
4.2.1. Différence d'ampleur sur la production.....	30
4.2.2. Le commerce dans les traces de la production.....	33
4.2.3. L'évolution des prix.....	34
4.2.4. Le marché de l'emploi dans des conditions distinctes.....	39
<b>5. EN QUOI LES DEUX CRISES SONT-ELLES DIFFERENTES ?.....</b>	<b>41</b>
5.1. LA SYNCHRONISATION.....	41
5.2. POLITIQUES MONETAIRES.....	42
5.2.1. Grande dépression : Défense des intérêts propres.....	42
5.2.2. Grande récession : Cohésion et cohérence de la réponse.....	43
5.3. POLITIQUES FISCALES.....	44
5.3.1. Grande dépression : inexistence de réponses contra-cycliques.....	44
5.3.2. Grande récession : relance en ligne avec la politique monétaire.....	45
<b>6. PREUVES : IMPLICATIONS THEORIQUES.....</b>	<b>46</b>
6.1. LES EXPLICATIONS THEORIQUES CONCERNANT LES CAUSES D'UNE CRISE.....	46
6.1.1. Un modèle théorique décrivant la panique bancaire.....	46
6.1.2. Les solutions théoriques proposées par le modèle.....	47
6.2. LES EXPLICATIONS D'UN POINT DE VUE MONETARISTE.....	48
6.2.1. Problématique du système monétaire qui limite l'effet d'une relance.....	48
6.2.2. Similitude de variation de l'offre monétaire mais pour des motifs divers.....	49
6.3. LES EXPLICATIONS D'UN POINT DE VUE NEOCLASSIQUE.....	53
6.3.1. Stimuli fiscaux via un déficit gouvernemental.....	53
6.3.2. Critique du modèle.....	55
<b>7. CONCLUSION.....</b>	<b>56</b>
<b>8. REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....</b>	<b>58</b>
<b>9. ANNEXES.....</b>	<b>66</b>

# 1. Introduction

De nos jours, les différentes positions des pays pour maintenir l'essor économique de leur production et favoriser l'emploi découlent d'un contexte émanant d'une crise financière. L'Allemagne est effectivement la figure de proue de la gouvernance de l'union européenne mais était-ce le cas après la crise boursière de 1929 ? Il s'agit de savoir tout d'abord ce qu'est une crise financière pour comprendre le déroulement de la position des pays dans les contextes historiques. L'un, se déroule pendant l'entre deux guerre et l'autre dans un système où la coopération internationale est plus présente.

L'objectif de ce mémoire est d'identifier les faits majeurs de ces deux périodes à travers les travaux de grands économistes tels que John Maynard Keynes ou encore Milton Friedman. Par le biais d'une revue bibliographique importante de recherches comme celles d'Aiginger, Fratianni et Giri ou Almunia, la comparaison de ces épisodes peut mettre en évidence des similitudes. En effet, ce travail tente à rassembler les données pour mettre en exergue le déroulement de chaque crise afin de comprendre les étapes et la tournure prises par les crises financières. Des questions résultent de l'analyse des faits et des données et ce mémoire va chercher à y répondre. En faisant abstraction des contextes, y a-t-il eu des différences significatives ? Si oui, en quoi les crises financières sont-elles différentes ? Les causes, l'évolution ou plutôt les remèdes sont-ils plus à même d'expliquer ces différences potentielles ?

Nous allons voir que les cycles prospères et fastes qui précèdent les crises laissent libre cours à la dérive de la bulle spéculative boursière (Kindelberger) ou de la titrisation des prêts hypothécaires sans bonne appréciation des risques (Artus et al.). Même si les déroulements se sont opérés de manière différente, des variables sont observables pour contribuer à l'analyse. Par exemple, en 1929 le problème de liquidité des banques provient principalement des entreprises locales alors qu'en 2008, il s'agit bien à l'origine, d'un problème d'insolvabilité.

Dans un premier temps, nous effectuerons une comparaison qui se concentrera sur les différences par rapport aux systèmes monétaires et aux contextes. Les productions, le commerce mais aussi les prix des matières premières vont présenter des divergences. C'est avec des réactions totalement opposées sur l'évolution du marché de l'emploi que les deux crises se démarquent. Dans les mécanismes de fluctuations économiques, ce dernier point nous laisse penser que les différences en sont principalement les remèdes. Nous verrons en quoi ils seront la clef pour éluder la question des différences. Nous étudierons les politiques monétaires et fiscales décidées par les gouvernements et la façon dont elles ont été implémentées. Les positions de chaque pays vis-à-vis du modèle étalon-or

après la grande guerre seront au centre du débat, alors que la politique monétaire se montrera plus stable sur la période de la grande récession.

Finalement, des explications théoriques seront données afin de démontrer comment une crise financière se déroule typiquement. Les études opposent les deux écoles de la pensée économique où, comme solution, l'une privilégie les actions sur le marché de la monnaie (Friedman et Schwartz), alors que les néoclassiques vont solliciter les influences des politiques fiscales pour résoudre les problèmes de crise (Keynes). Ce choix d'option qui explique les différences est le point d'orgue de la politique économique des nations qui se base, à l'heure actuelle, sur les résultats de l'histoire.

## 2. Définitions et typologie

Ce chapitre nous amène à passer en revue les notions importantes pour comprendre ce qu'est une crise financière. Il a pour objectif d'expliquer la typologie d'une crise avec des concepts se basant sur des faits historiques. Les critères de définition établis sont le point de départ pour entamer l'analyse des données et des faits résultant de ces moments.

### 2.1. Qu'est-ce qu'une crise financière ?

Tout d'abord, il convient de présenter une typologie afin mieux comprendre ce à quoi nous sommes confrontés. C'est pourquoi il faut différencier une crise dite « bancaire » d'une crise dite « boursière » lesquels constituent toutes deux la définition de la crise financière. Une autre dichotomie étymologique s'opère au sein de la crise bancaire entre une ruée (« bank run ») et une panique bancaire. La première se décrit comme « un événement durant lequel plusieurs possesseurs de comptes auprès d'une banque retirent la totalité de leurs avoirs à un même moment estimant que la banque est insolvable. (Farlex Financial Dictionary, 2009). Pour compléter cela, Diamond et Dybvig (1983) ajoutent que « les ruées bancaires sont des caractéristiques communes des crises extrêmes qui ont joué un rôle majeur dans l'histoire monétaire... En effet, les retraits soudains peuvent obliger les banques à liquider à perte beaucoup de leurs actifs et ainsi faire défaut ». C'est donc un problème qui se présente à un moment précis et le seul moyen pour la banque de le contenir est de fournir des liquidités, dans les plus brefs délais, à ses créanciers. De plus, pour étoffer la définition, on peut prendre en compte de nombreux facteurs qui contribuent « à aggraver une ruée bancaire, comme des actifs intermédiaires risqués et de l'information asymétrique » (Bryant, 1980)<sup>1</sup>.

D'autre part, lorsque le souci de contagion se présente, on parle dès lors de panique bancaire se définissant comme « une série de retraits de liquidités non attendus causés par un déclin de confiance du dépositaire (épargnant) ou par peur d'une fermeture de la banque par une instance supérieure » (Campello, Giambona, Graham, et Harvey, 2010). Par conséquent, les montants limités de réserves sur les dépôts que les banques gardent sous forme liquide ne suffisent plus à satisfaire les retraits. Les banques, entre elles, ne peuvent plus se prêter pour répondre à la demande de retrait quasi-simultané et le recours du système interbancaire est figé. Il en résulte notamment que « dans une panique avec de nombreux défauts bancaires, il y a une perturbation du système monétaire et une réduction de la production »<sup>2</sup> (Diamond et Dybvig, 1983). Ces aspects seront, par la suite, étudiés dans

---

<sup>1</sup> Selon John Bryant (1980) « ce qui est crucial pour des ruées bancaires, c'est la coexistence d'un risque inassurable de fin prématurée et de l'information asymétrique sur des actifs risqués donnant à l'intermédiaire un problème d'interprétation des signaux ». Ce problème alimente donc la perte de confiance des personnes possédant un compte auprès de la banque. Ces deux facteurs jouent un rôle néfaste dans la résolution du problème et tendent à l'accroître, voire le faire se propager.

<sup>2</sup> A Peter Temin (1994) d'ajouter que pour la période 1929-1933 aux Etats-Unis, « la production industrielle a décliné de 37%, les prix de 33% et le produit national brut réel de près de 30% ».

une analyse historique des données. Dans n'importe quel domaine, chaque secteur est connecté à un autre par la finance ; les défauts bancaires pouvant commencer à se répandre dans le secteur de l'agriculture dans un endroit pour se propager dans d'autres secteurs et « une telle contagion ne connaît pas de limite géographique » (Friedman et Schwartz, 1993, p. 308)<sup>3</sup>.

Enfin, le dernier terme sur lequel il convient de s'attarder est : la crise boursière ou « krach boursier ». Au contraire de la crise bancaire, le problème provient, dans le cas présent, « d'une perte spectaculaire en valeur de marché » (Campello, Giambona, Graham, et Harvey, 2010). Ainsi, ce sont les biens et services échangés en bourse qui perdent en valeur et altèrent en conséquence le comportement des individus qui les marchandent. « Le krach boursier est reflété dans une oscillation aigüe des séries monétaires, qui est le résultat d'une oscillation correspondante dans la demande de dépôt »<sup>4</sup> (Friedman et Schwartz, 1993, p. 305). On suppose donc qu'il existe un lien entre les prix des productions et la liquidité, ou plutôt la masse monétaire caractérisée ici par les dépôts. Tout en étant différents, ces éléments montrent néanmoins qu'ils sont en connexion. Toujours dans le parallélisme des définitions, les implications de l'information asymétrique jouent un rôle dans ce type de crise : « Supposons que le prix reflète la meilleure information détenue par les participants du marché. Dès lors, il n'y a pas de commerce de la part des personnes informées tant qu'il n'y a pas de profit à faire par le commerce » (Bryant, 1980). La crise boursière peut prendre pour point de départ une mauvaise interprétation du marché liée à l'asymétrie de l'information. Les agents économiques ont une vision biaisée de la situation et agissent en fonction de leur conviction. Le marché peut sous-évaluer une « bonne » firme et surévaluer une « mauvaise », qui pourra exclusivement financer ses actifs de mauvaise qualité avec des dettes (Flannery, 1986). Par exemple, le fait de ne pas réaliser qu'un prêt hypothécaire à taux variable peut à l'avenir, devenir dangereux car la conjoncture peut changer. Et cela s'effectue, en changeant les montants à rembourser malgré des ressources insuffisantes, alors les nouveaux souscripteurs n'ont sans doute pas pris cela en compte en faisant pleinement confiance aux organismes de crédits.

## 2.2. Typologie de crise

Poursuivons avec quelques concepts qu'il convient d'expliquer pour compléter notre étude des crises financières. Les faits économiques démontrent une certaine cyclicité, où des moments de croissance, lorsque la production et l'inflation sont sur une pente ascendante, laissent place à des périodes de contraction où la déflation des prix survient en même temps que l'accroissement de dettes.

---

<sup>3</sup> Le défaut de paiement de 256 banques avec 180 millions de dollars de dépôt en novembre 1930 a été suivi par celui de 352 avec plus 370 millions de dollars de dépôts en décembre de la même année. Le 11 décembre 1930, la Banque des Etats-Unis avec plus de 200 millions de dollars de dépôts a fait défaut prouvant que le problème est bien systémique (Friedman et Schwartz, 1993).

<sup>4</sup> « En réalité, cela reflète principalement une croissance des prêts aux courtiers et négociants en valeur par les banques de la ville de New York en réponse à la réduction drastique de ces prêts par d'autres » (Friedman et Schwartz, 1993).

« L'argument théorique des hypothèses de l'instabilité financière commence à partir d'une personnalisation de l'économie en tant qu'économie capitaliste avec des actifs en capitaux coûteux et un système financier complexe, sophistiqué » (Minsky, 1992). Dans la construction d'une crise financière suivie d'une déflation, on met en exergue que la propension à investir des agents et le prix des actifs jouent un rôle primordial dans une crise et donc que la dimension monétaire n'est pas à négliger. Suite au développement du capital, les échanges monétaires présents sont dans l'expectative d'un retour sur investissement et par conséquent, d'échanges monétaires futurs (Minsky, 1992 ; Vercelli, 2009 ; Galbraith et Munevar Sastre, 2009). Le comportement d'un agent économique peut donc se modifier lorsqu'il estime qu'une opportunité est bonne à saisir en tenant compte de sa rentabilité mais également en tenant compte de son aversion pour le risque (Aliber et Kindelberger, 2005).

Ensuite, une analyse de l'offre de crédit peut nous mener à établir des faits théoriques quant à leur rôle lors d'une crise financière. « Minsky pensait qu'une croissance pro-cyclique de l'offre de crédit dans les bonnes périodes et un déclin de celle-ci dans les périodes les moins prospères, mènent à la fragilité des arrangements financiers et augmente la probabilité de crise financière » (Kindelberger, 2005). On considère une période prospère économiquement comme un bon terreau pour une crise financière car les agents économiques se laissent trop guider par le profit. La confiance des investisseurs croit, il en va de même pour le crédit qui va contribuer à augmenter la production. Les taux d'intérêt sont bas, ce qui pousse les entreprises et les ménages à l'endettement voire le surendettement. C'est ce que l'on appelle le « paradoxe de tranquillité » tiré des études de Minsky (*as cited in* Artus, Betbère, de Boisseu, et Capelle-Blancard, 2008), lorsque des innovations financières permettent de faire du profit sans que l'on y voie le risque y afférant. Une crise peut s'aggraver avec un choc sur le crédit qui se propage d'un actif à l'autre (Boyer, Dehove et Pilhon, 2004). La perte de valeur d'un bien peut être compensée par le maintien ou le gain en valeur d'un autre. Donc, quand une ressource vient à manquer, il existe des solutions qui viennent d'autres actifs. Si ce n'est pas le cas, on est dans un cas critique où le choc n'a pas pu être absorbé et s'est répandu.

Alors, les étapes conduisant à ce « moment de Minsky » peuvent se résumer d'abord par des emprunts avec nantissements pour garantir le remboursement du capital et assurer un revenu futur (de Crombrughe, 2016). La deuxième est ensuite le service de la dette, en d'autres mots, c'est lorsque l'on considère que seul le remboursement des intérêts est prévu alors que celui du capital sera refinancé par prolongement de la dette (de Crombrughe, 2016). Et enfin, la dernière étape est finalement le gain en capital dans l'économie qui se concrétise de plus en plus avec l'appréciation des actifs ou avec de nouveaux dépôts (de Crombrughe, 2016). La tendance à construire des schémas

spéculatifs risqués (« pyramide ou schéma de Ponzi »)<sup>5</sup> se développe lors de processus inflationnistes (Wolfson, 2002). « Les unités spéculatives ou finance-Ponzi sont vulnérables aux changements de taux d'intérêt... une hausse du taux d'intérêt augmentera l'engagement en terme de liquidité sans les rentrées futures » par Minsky (*as cited in* Wolfson, 2002).

A contrario, l'économie semble croître plus lentement lorsque les banques renforcent leur standard pour accorder des crédits (Lown, Morgan, et Rohagti, 2000). De cette situation initiale, les causes peuvent être liées à un choc exogène au système macroéconomique repris de l'étude de Minsky (*as cited in* Kindelberger, 2005). Quand l'on prend conscience que ce choc a eu lieu, la spirale s'opère dans l'autre sens. Les attentes optimistes construites lors du « boom économique » dans le chef des investisseurs sont sujettes à une révision significative selon Crotty (*as cited in* Wolfson, 2002). C'est la raison pour laquelle ils sont désireux de vendre les actifs rapidement et le prix de ces derniers va, par conséquent, se réduire<sup>6</sup>. On va donc retrouver la même cyclicité dans les ratings des actifs<sup>7</sup>. Il en va de même pour l'offre de crédit qui est décrite dans le moment de Minsky, quand les agents réalisent que l'accumulation de dettes et/ou de la non-soutenabilité de l'appréciation des actifs sont trop importantes (de Crombrughe, 2016). C'est une raison, conclue par Minsky (*as cited in* Wolfson, 2002), pour laquelle leur propension à vouloir les vendre rapidement et ce, même à perte augmente d'autant plus, le tout menant à une crise.

Enfin, dans les études sur le prix menées par Irving Fisher (1911 ; 1933), la réaction au surendettement est une situation de déflation. Normalement, certaines variables fournissent des mécanismes stabilisateurs. Après le « boom économique », on observe une inflation des prix qui limite l'expansion du crédit menant à une révision à la hausse des taux d'intérêt (Artus et al., 2008). Mais, avec des schémas financiers frauduleux, les mécanismes n'ont pas les mêmes effets. La difficulté de se financer va encourager le ralentissement de l'économie et réduire les dépenses, la production et les investissements qui vont exacerber les effets du choc de récession (Bernanke, Gertler, et Gilchrist, 1994).

---

<sup>5</sup> En référence à Charles Ponzi qui se servait de nouveaux investissements pour payer les retours sur investissement des précédents, ce qui crée une perception faussée. C'est un schéma frauduleux qui permet de payer des retours sur investissement artificiellement élevés pour attirer de nouveaux investisseurs (Pozza, Cox, & Mora, 2009).

<sup>6</sup> Comme Hull (2009) l'a décrit dans sa théorie.

<sup>7</sup> En annexe Figure A-2.1, on retrouve le graphique de la cyclicité (de Crombrughe de Picquendaele, 2016).

### 3. Les faits et les données

Dans ce chapitre, nous abordons les données de façon brute, autrement dit en regardant globalement. Dans le chapitre suivant par contre, nous analyserons plus en détail les points majeurs connexes aux deux crises. Après quoi, il sera question de voir la construction et le déroulement de chacune d'entre elle.

#### 3.1 Les données importantes

##### 3.1.1. Les données afférant à la monnaie et aux prix

Dans le *Tableau 3.1* (Aiginger, 2009), on remarque des cas différents pour les taux d'intérêt à court terme qui varient suivant les pays. Ils atteignent des pics en fonction des politiques menées par les banques de chaque pays entre 1928 et 1933 dans le *Graphique 3.1* (Almunia, 2010). En France, il reste relativement bas suite à la volonté de garder le modèle étalon-or et ce, même en s'endettant. Alors que pour la crise de 2008, la tendance est plutôt uniforme avec une baisse des taux et ce, de manière plus réactive (Almunia, 2010). L'hétérogénéité est de mise aussi pour l'offre de monnaie, avec la base monétaire qui se modifie différemment en fonction des époques et des pays entre 1929 et 1932. Concernant *M2*, la tendance s'homogénéise avec une baisse des agrégats monétaires<sup>8</sup>. Par contre, en 2008-2009, les bases monétaires, dans diverses proportions, croissent et c'est également vrai aussi pour *M2* sur la période<sup>9</sup>.

**Tableau 3.1 – Comparaison des deux crises : taux d'intérêt à court terme et offre de monnaie (M1).**

	Great Depression				Recent Crisis		Great Depression		Recent Crisis	
	1928	1929	1930	1931	2008	3Q2009	1932/1929		3Q2009/3Q2008	
	Nominal discount rates						Money supply			
Austria	6.3	7.4	5.7	7.2	3.9	1.0	-16.5		7.8	
Germany	7.0	7.1	4.9	6.9	3.9	1.0	-29.4		7.8	
Belgium										
Spain										
France	3.5	3.5	2.7	2.1	5.4	1.0	20.2		7.8	
Finland										
Sweden	4.0	4.7	3.7	4.1	4.0	0.3	2.9		-6.5	
United Kingdom	4.5	5.5	3.4	4.0	4.7	0.5	-2.1		-8.5	
USA	4.3	5.3	3.3	2.5	1.9	0.3	-20.8		16.8	
Japan						0.1			16.2	
"World"							-11.0		6.7	
Unweighted average over countries	4.9	5.6	4.0	4.5	4.0	0.6	-7.6		4.2	
Standard deviation	1.4	1.5	1.1	2.2	1.2	0.4	18.1		9.7	
Coefficient of variation	0.281	0.263	0.286	0.483	0.294	0.641	-2.381		2.321	

"World": Weighted by GDP.

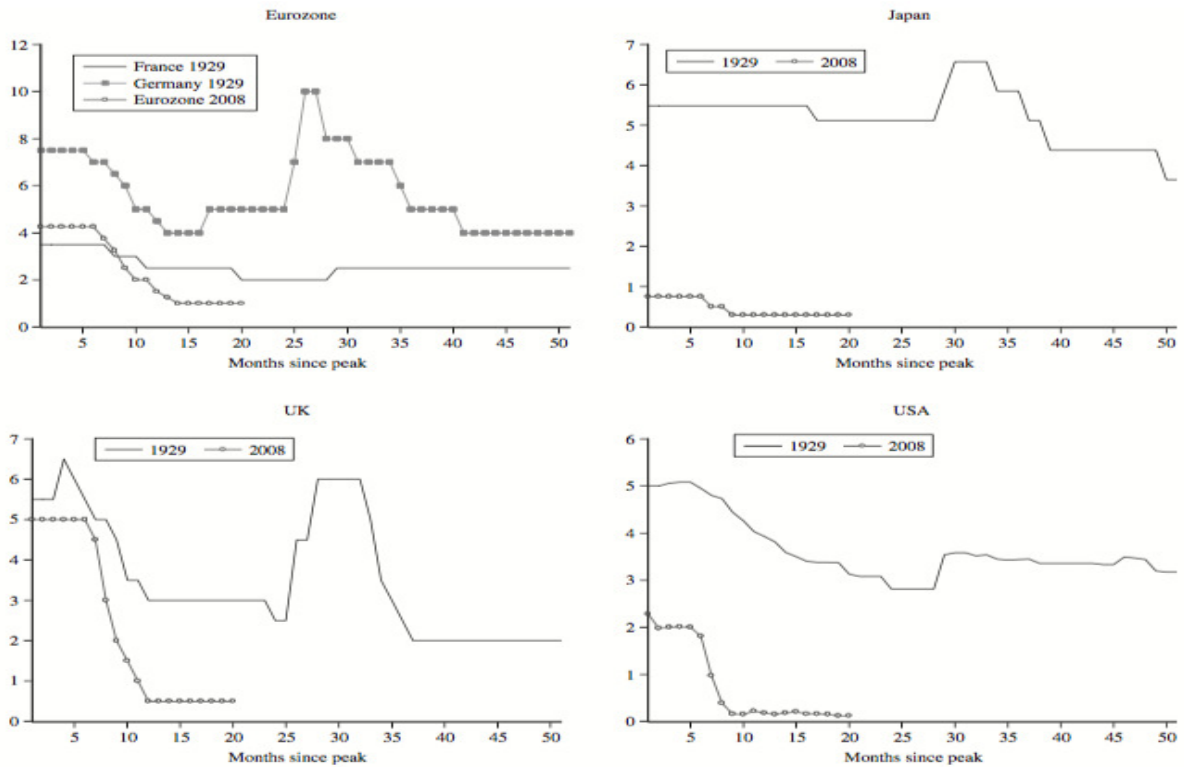
Source for interest rates: WIFO calculations using Mitchell, IFS.

Source for money supply: WIFO calculations using IFS, Bank of England, Risksbank (NOMINAL MONEY SUPPLY (M1) 1807-1935, MILLIONS OF FRANCS, SAINT MARC (1983, pp. 36-37)). NOMINAL MONEY SUPPLY (M1) 1807-1935, MILLIONS OF FRANCS, SAINT MARC (1983, pp. 36-37).

<sup>8</sup> Se référer au Graphique 6.Y du chapitre 6 pour voir l'évolution des bases et agrégats monétaire.

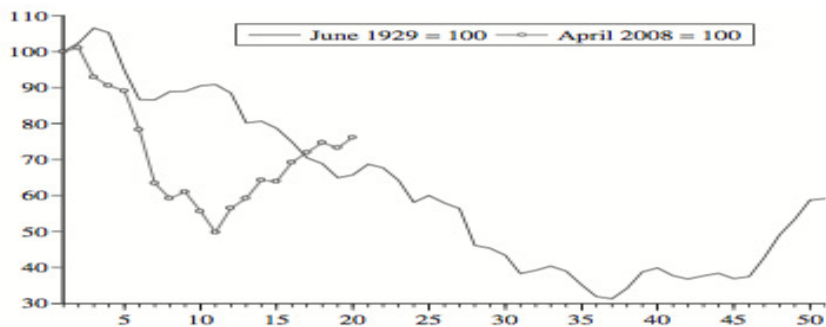
<sup>9</sup> Analyse comparative de *M2* sur les périodes de crise aux Etats-Unis (Bordo, et Landon-Lane, 2010). En annexe Figure A3.1

**Graphique 3.1 – Comparaison des taux d'intérêt à court terme entre les 2 crises.**



L'accès au crédit se réduisant dans les cas de crises financières, ce sont les bourses qui en sont aussi impactées. La variation du marché boursier est plus volatile en considération de la contraction et un retour plus prompts pour la crise récente. Une dégringolade plus lente pour la grande dépression avec une reprise qui n'arrive que 3 ans après le choc (Almunia, 2010). Il est néanmoins bon de rappeler que pour celle-ci, c'est de ce marché que démarre le problème.

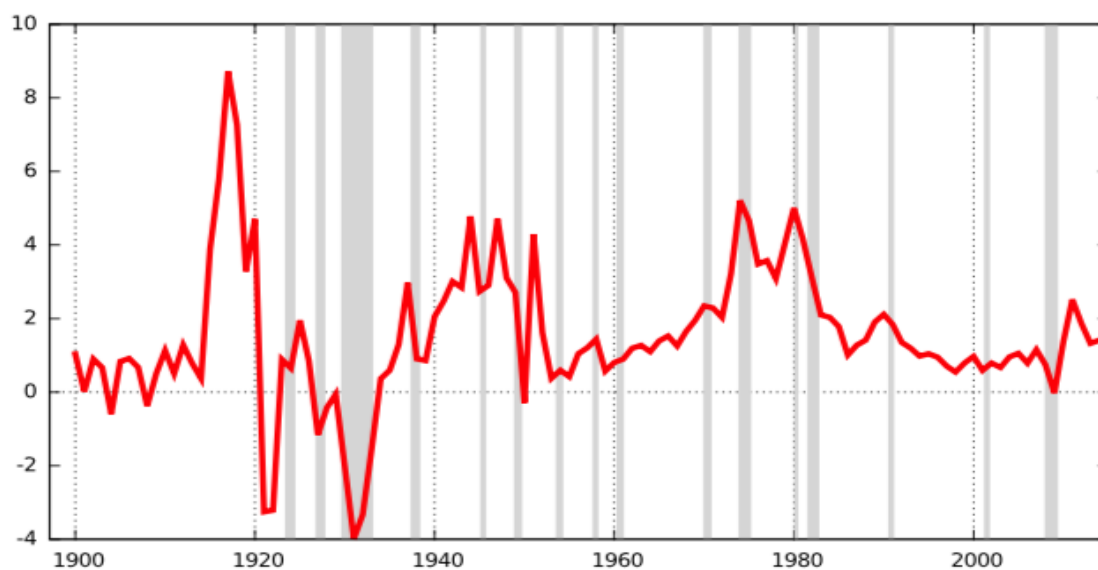
**Graphique 3.2 – Evolution du marché boursier mondial, 1929 vs. 2008.**



Source: Global Financial Database.

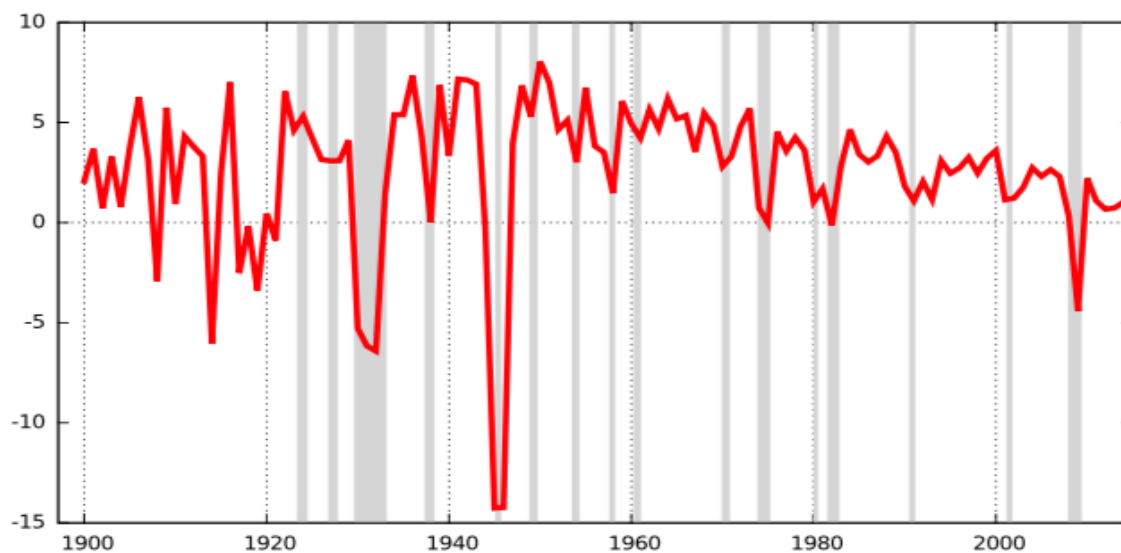
Pour terminer cette section, on remarque une baisse dans les prix sur le marché de la bourse dans les deux cas. Il en va de même avec l'inflation qui devient négative pour la période 1929-1933, et qui converge vers 0 pour la grande récession. Les prix ne croissent plus mais la gravité prend plus d'ampleur dans les années 30 (Fратиanni, et Giri, 2015).

*Graphique 3.3 – Evolution de l'inflation mondiale, 1900-2014.*



### 3.1.2 Les données sur la production et le commerce

*Graphique 3.4 – Evolution de la croissance du PIB mondial, 1900-2014.*



**Tableau 3.2 – Ouverture au commerce international, variation et comparaison entre les 2 crise.**

	Great Depression			Recent Crisis		
	1929	1932	1932-1929	2008	2009	2009-2008
			Absolute change			Absolute change
Austria	45.1	22.5	-22.6	84.0	66.4	-17.6
Germany	33.8	20.5	-13.3	72.5	57.8	-14.7
Belgium						0.0
Spain						0.0
France	31.3	18.6	-12.7	45.6	35.9	-9.7
Finland						0.0
Sweden	37.3	26.2	-11.0	71.6	52.9	-18.7
United Kingdom	48.5	29.5	-18.9	40.7	33.9	-6.7
USA	9.4	5.1	-4.3	24.3	18.4	-5.9
"World"	23.2	14.7	-8.5	35.2	27.4	-7.8
Unweighted average over countries	34.2	20.4	-13.8	56.5	44.2	-12.2
Standard deviation	13.8	8.5	6.4	23.0	17.8	7.5
Coefficient of variation	0.404	0.416	-0.460	0.408	0.404	-0.615

"World": Weighted by GDP.

1) 1Q2009/2Q2008. - 2) 1Q2009/3Q2008. - 3) 2Q2009/1Q2008. - 4) 2Q2009/3q2007. - 5) - 1Q2009/1Q2008. - 6) 2Q2009/4Q2006. - 7) 2Q2009/1Q2008.

Source: WIFO calculations using Mitchell, IFS, WTO.

Premièrement, on remarque, en 1929, une baisse plus longue dans la croissance du PIB. Cette variation se veut plus prononcée car elle va en dessous des -5% alors que durant la grande récession, la croissance ne dépasse les -4%. Ce sont les pays industrialisés qui vont le plus en souffrir lors de la grande dépression avec une croissance des prix négatives, autour des -12%. Pour la crise des *subprimes*, les chiffres sont plus modérés avec une croissance moyenne atteignant 1% (Tableau 4.5) (Aiginger, 2009).

Les ouvertures commerciales<sup>10</sup> des pays, relatives à leur PIB, revêtent des allures assez similaires lorsqu'on se penche sur les moyennes pondérées ou non sur le monde. Avec pour le « monde », un changement en valeur absolue de -8,5 pour la période 1929-1932 et -7,8 pour la période de contraction de siècle. On peut le remarquer dans le *Tableau 3.2* avec les variations ainsi que les écarts-types, chaque pays a réagi différemment en fonction de leurs politiques commerciales (Aiginger, 2009). Une chose est certaine, c'est que dans les échanges internationaux en ont été réduits<sup>11</sup> dans les 2 cas. D'un point de vue financier, la baisse du protectionnisme se montre significative en permettant d'augmenter la croissance via les investissements domestiques promus avec la circulation des biens et des capitaux entre les frontières (Bussière, Pérez-Barreiro, Straub et Taglioni, 2010). Ce n'est pas la cause mais un élément aggravant quand on regarde les valeurs d'ouverture commerciales plus importantes pour notre siècle dû à la libéralisation des échanges dans les années 90 (Aiginger, 2009).

<sup>10</sup> Valeurs des exportations plus les importations relatives au PIB. Les balances commerciales en montants réels pour les pays pour la crise récente peuvent être également considérés (Schenkstoff, 2009). En annexe Tableau A-3.1

<sup>11</sup> Kindelberger (2013, p.191) releva les déclin sur 1928-1932 les plus importants pour les pays exportateur de matière première.

## 3.2. Contexte et mesures en réponse à la crise de 1929

### 3.2.1. Les années folles : l'euphorie technologique et politique du « laisser-faire »

Nous étions dans un contexte d'après-guerre où la production était en plein essor pour reconstruire tout ce qui avait été détruit, laissant place au traité de Versailles (1919) pour les modalités de réparation de guerre que l'Allemagne devait payer. Concerné par le problème lié à l'hyperinflation et l'échelonnement des paiements, le plan de *Dawes* (1924) et celui de *Young* (1929) vont contribuer à ralentir ces derniers (Kindelberger, 2013, p.78). Dans cette décennie, on entre réellement dans la production de masse tant avec l'automobile<sup>12</sup>, la radio symbolisant un nouveau moyen de divertissement que l'avion, grâce auquel le déplacement transatlantique allait se faire plus rapidement (Schlenkhoff, 2009).

Ensuite, les changements dans les opérations des banques commerciales avec l'acte de 1913 établie par le système de la réserve fédérale : qui concerne une baisse des restrictions pour l'octroi d'un crédit immobilier pour les propriétés agricoles est étendu, pour l'immobilier non-agricole. Les emprunts pour achat de titres par l'amendement de 1916 et par l'acte de réserve fédérale et l'acte *McFadden*<sup>13</sup> de 1927 (Friedman et, Schwartz, 1993). Ainsi, avec la possibilité de s'endetter pour pouvoir acheter des titres, la bulle spéculative en lien avec le climat inflationniste d'après-guerre a pu se mettre en place. Il est à noter que l'expansion du crédit est en lien avec celle de la quantité de monnaie, notamment avec l'observation du ratio dépôt/devise (de plus amples détails seront expliqués ultérieurement dans le chapitre 6). D'un autre côté, ce climat implique aussi l'isolationnisme avec les politiques du président Harding aux Etats-Unis et par la suite, le non-respect des traités de paix en Europe instigué par Winston Churchill au début de la décennie (Frederick, 1992). Un autre élément déclencheur considéré dans cette politique de « laisser-faire » concerne le conflit sur le contrôle de la spéculation par « pression direct ». Cette dispute entre le Board de la réserve fédérale et la banque de New-York a largement paralysé la politique monétaire pour endiguer la bulle spéculative toute l'année 1929 (Friedman et, Schwartz, 1993). Cette politique eu pour effet de modifier la répartition des profits et d'accentuer l'expansion du capital et de l'endettement pour de nouveaux investissements (Snowden, 2015).

### 3.2.2. Le « gold-exchange standard »

Ce modèle repose sur la monnaie fiduciaire pour faciliter les échanges commerciaux, qui a débuté en 1816 en Grande-Bretagne où, pour une quantité d'or définie, il y aurait une valeur de la monnaie fiduciaire en vigueur correspondante (Artige, 2015). Comme de nombreuses nations ont pris l'or ou

---

<sup>12</sup> Principalement avec le modèle Ford T et une référence à l'enregistrement de nouveaux moteurs de véhicule qui a triplé aux Etats-Unis de 1920 à 1930.

<sup>13</sup> Acte signé par le président Coolidge (Schlenkhoff, 2009) pour favoriser la compétition entre les banques commerciales en accord avec le plan de Dawes de 1924.

l'argent comme métal de référence, un taux fixe de change entre devise valable pour un moment donné pouvait être établi (Diebold, Husted, et Rush, 1990). Le pouvoir d'achat des agents économiques est influencé par la circulation de monnaie dans l'économie et par conséquent, par les taux de change déterminés entre devises (Fisher, 1911). Keynes (*as cited in* Eichengreen, et Temin, 2000), de par l'analyse des comportements en Angleterre au début du siècle dernier, comprit qu'il y avait un lien entre l'épargne et l'investissement et que ce dernier, domestique ou étranger, en était favorisé dans des conditions de stabilité des valeurs monétaires via le pouvoir d'achat. Afin de maintenir la politique d'achat et de vente d'or à un prix fixe, les gouvernements devaient mener leurs actions sous certaines contraintes (Eichengreen, et Temin, 2000). Comme cité par Cunliffe (*as cited in* Eichengreen, et Temin, 2000), il était impératif de retourner à l'étalon-or après la guerre. Ce système était synonyme de stabilité qui tranchait avec les moments d'inflation lors de la grande guerre. Néanmoins, ces épisodes ont laissé des inquiétudes<sup>14</sup> par rapport à une hausse du niveau mondial des prix qui élargirait la demande d'or dans les réserves de la banque centrale. Et par la même occasion, cela devient une menace sur la réduction de l'offre d'or, étant la résultante d'une hausse des coûts due alors que les valeurs de monnaie sont fixes par rapport au prix de la matière (Kindelberger, 2013, p.63). La réaction de la majorité des économies appliquant ce système, lors de la grande dépression a été de suspendre l'étalon-or et ensuite de dévaluer la monnaie par rapport à l'ancien ratio de conversion, pour éviter des futurs troubles potentiels et ainsi obtenir une marge de manœuvre face à l'inflation<sup>15</sup> et permettre des politiques de relances économiques dans les années 1930.

### **3.2.3. Le cas particulier de l'Allemagne**

A la suite du traité de Versailles, et donc les réparations pour la guerre et l'occupation de la Rhur par la France et la Belgique, l'Allemagne ne pouvait, sous peine de perte dans son stock d'or ou de hausse des prix, dévaluer sa devise. L'unique solution était de réduire les salaires, ce qui a amené la grève dans le secteur du charbon. La force de production allemande étant détournée, elle a dû se rendre à l'évidence que la seule arme de relance pour le gouvernement était la création de monnaie qui, dès 1922, a créé de l'hyperinflation des prix, devenue incontrôlable (Eichengreen, et Temin, 2010). Après le plan de Dawes (1924), le République de Weimar accumulant des livres sterling, le choix de transformer ceux-ci en or avait pour but de stopper le flux de capitaux vers l'Allemagne car la Banque d'Angleterre ne voulait pas diminuer ses taux d'intérêt (Kindelberger, 2013, p.64). L'aide reçue se transforma en emprise, preuve d'une certaine problématique liée à ce système.

---

<sup>14</sup> Conférence d'experts financiers à Gênes de 1922 sur demande de la Société des Nations.

<sup>15</sup> Selon la Société des Nations 48 devises sont retournées à l'étalon-or en 1926 (Bernanke, et James, 1991, p.37). En se fiant au stock d'or pour les années 1930 (Eichengreen, et Temin, 2010).

### 3.2.4. Le déroulement de la crise boursière de 1929

Tout d'abord, cette crise se remarqua en octobre 1929 quand le marché de boursier de New-York a commencé à décliner à partir du 3 octobre jusqu'au 23, avec un retrait de fonds étrangers équivalant à 120 millions de dollars. Arriva, le mardi 24 octobre appelé « *Black Tuesday* » lors duquel la moyenne du *DowJones* industriel est passée de 381 à 198 points avec pas moins de 16 400 000 actions échangées (Kindelberger, 2013, p.118). C'est alors qu'une fuite des capitaux, exclusivement étrangers (britanniques) s'est produite malgré la reprise de 1000 Millions de prêts par les banques newyorkaises. En l'espace de deux mois, les fonds qui finançaient la bourse se sont réduits de moitié (Kindelberger, 2013, p.113). A côté de cela, on a vit la conséquence avec le frein aux investissements (y compris immobilier avec un renforcement des lois sur l'immigration aux Etats-Unis), et à la production principalement industrielle<sup>16</sup> (plus connecté à la finance boursière que l'agriculture). La déflation s'installa, impactant les entreprises dans leurs actions commerciales, comme la baisse des importations, avec des nets surplus d'exportations (Kindelberger, 2013, p.125). De peur d'une hausse de la concurrence étrangère, la politique de nombreux pays fût d'augmenter les taxes sur les importations. Comme le *Smoot-Halley Tarriff Act* aux Etats-Unis qui réduisit le commerce international et aggrava la situation de consommation, renforçant la déflation (sans être la cause principale de la dépression) (Cole, et Ohanian, 1999).

Ensuite, la spirale déflationniste fit son office dans tous les domaines, les prix des biens, des actions et des titres diminuèrent sur le plan mondial. Avec tout cela, les profits étaient insuffisants pour rembourser les emprunts, mettant en péril le système bancaire (Kindelberger, 2013, p.146). En Europe, de nombreuses banques de petite taille dépendaient pour la plupart des prêts aux industries locales. Mais, le fait marquant est bien quand le *Credit-Anstalt* a fermé ses portes. Cette banque, malgré les plans de financements, n'est pas parvenue à répondre à la demande de dépôt lorsque certaines banques ont retiré leurs liquidités. En 4 mois, à la fin avril 1931, la banque avait perdu 4 millions de dollars de capital (Kindelberger, 2013, p.150). Les banques d'Europe de l'est (principalement en Allemagne) ont vu leurs ressources au passif fondre comme neige au soleil. Et ce, jusqu'à ce que le gouvernement allemand obtienne un moratoire pour refinancer leurs banques. Le blocage au crédit a pris de plus en plus d'ampleur. C'est à la livre sterling, à son tour, de s'affaiblir et voir les créanciers de ses banques vouloir être payé en or par peur de devoir faire une croix sur leurs créances comptabilisées dans cette monnaie. La préférence pour la liquidité dans le chef des agents économiques a contribué à approfondir la crise bancaire (Friedman & Schwartz, 1993). Les dépôts vont être la clef de voûte de la suspension<sup>17</sup> ou de la faillite des banques. Comme en témoigne le

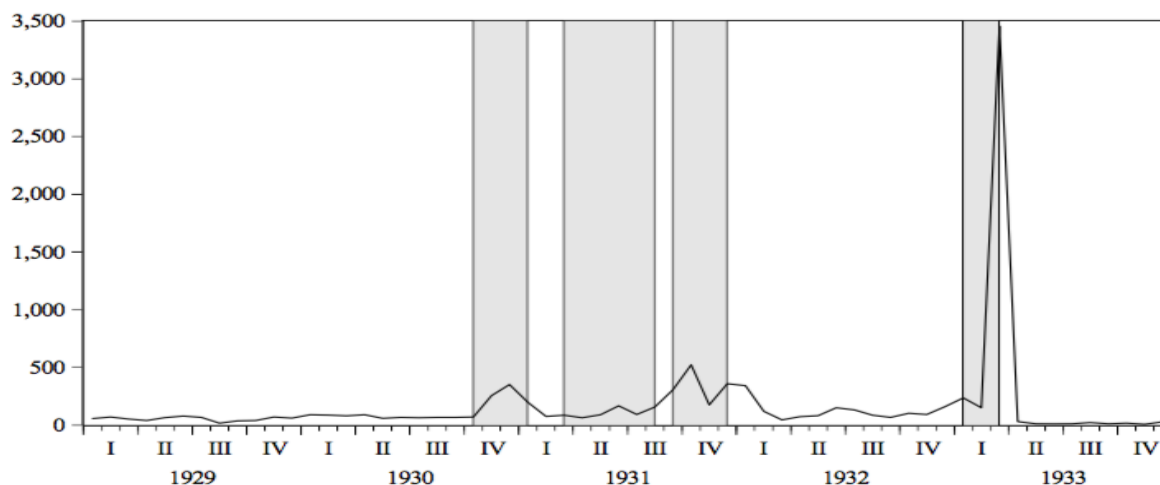
---

<sup>16</sup> Le secteur automobile passe d'août 1929 avec 440 000 unités de production à décembre avec 92 500 unités (Kindelberger, 2013, p.124).

<sup>17</sup> Seul option trouvé par les économistes de l'époque pour empêcher l'aggravation mais en enlevant la fonction même des institutions bancaires (Friedman, et Schwartz, 1993).

Tableau 3.3, la panique bancaire a commencé aux Etats-Unis pour se répandre en Europe et enfin, revenir au Nouveau-Monde, dont les banques ont retiré leurs crédits des banques européennes après avoir tenté d'éviter le problème (Fratianni, et Giri, 2015).

**Graphique 3.5 – Nombre de faillite bancaire, 1929-1933.**



**Tableau 3.3 – Evènements bancaires provenant de la crise boursière, 1929-1934.**

Date	Country	Description
August 1929	Germany	Failure of Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG and small banks runs on Berlin and Frankfurt savings banks <sup>a</sup>
November 1929	Austria	Failure of Boden-Credit-Anstalt that is absorbed by Credit-Anstalt <sup>a</sup> .
October 1930 September 1931	France	230 banks failed, among which Failure of Banque Adam at Boulogne-sur-Mer and Banque d'Alsace-Lorraine; runs on provincial banks <sup>b</sup> .
November 1930 January 1931	USA	First banking crisis; 806 banks are suspended with deposit losses of \$628 millions; currency held by the public rose by \$224 millions. <sup>c</sup>
February 1931	Italy	Secret agreement between Credito Italiano and the monetary authorities that provide a rescue loan of Lit 330 millions. <sup>d</sup>
May 1931	Austria	Failure of Credit-Anstalt.
April July 1931	Germany	Darmstaedter Bank closes (July 13), an event that sparks panic and bank runs; bank holiday (July 14) and foreign exchange controls follow (July 15); banks reopen for limited business on July 16 and in full on August 5; Darmstaedter was absorbed by Dresdner Bank in March 1932. <sup>e</sup>
April August 1931	USA	Second banking crisis; 573 banks are suspended with deposit losses of \$496 millions; public increases hoarding by \$496 millions; crisis is more regional than national. <sup>c</sup>
August October 1931	USA	Third banking crisis that overlaps with the UK exit from the gold exchange standard; 827 banks are suspended with deposit losses of \$705 millions; public increases hoarding by \$393 millions; crisis became national <sup>c</sup> .
October 1931	Italy	Secret agreement between Banca Commerciale Italiana and the monetary authorities that provide a rescue loan of about one billion lire. The three large "mixed" banks, Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano and Banco di Roma were absorbed by government owned Istituto Ricostruzione Industriale in January 1933. <sup>d</sup>
February March 1933	USA	Fourth banking crisis that ends with a panic and bank holiday (March 6). <sup>c</sup>
1934	France	106 banks failed; altogether from October 1929 to September 1937, 670 banks failed. <sup>b</sup>

On remarque qu'en mars 1933, le nombre de faillite a explosé, ce qui rime avec la nouvelle investiture du gouvernement Roosevelt aux Etats-Unis. Un plan de reprise et restructuration des finances est mis en place pour relancer au mieux l'économie et partir sur des bases saines (Bernanke, 1983).

### 3.2.5. Solution apportée pour une reprise

Comme l'origine du problème vient des entreprises et non des banques, les gouvernements ont adopté des positions diverses pour lutter contre la déflation. Ils vont tenter de relancer l'économie en stimulant le crédit. C'est le Royaume-Uni qui, suite à l'abandon de l'étalon-or et la dévaluation de sa monnaie pour susciter l'inflation, en est sorti le premier en 1932. Avec des opérations d'*open-market* et du financement de la dette gouvernementale, il a pu sortir de la dépression (Le mécanisme théorique est expliqué dans le Chapitre 6) (Crafts, 2013). D'autres pays ont suivi comme Bernanke et James l'ont montré dans leurs recherches (1991). Concernant la réglementation bancaire et pour éviter les mêmes soucis, on a créé le *Glass-Steagall Act*. Le but est de séparer les fonctions de la banque entre dépôt et investissement, limiter les taux d'intérêt à un plafond pour favoriser la relance économique (Kroszner, et Rajan, 1993). Le *Bankin Act* de 1933 a mis en place un fond de dépôt fédéral américain ainsi que la réorganisation et fermeture des banques insolvables. Le contrôle de la Réserve Fédérale permet de « compter les titres gouvernementaux ensemble avec des papiers éligibles en tant que réserves contre les passifs du système (...) une campagne d'opérations d'*open-market*, convertissant des emprunts net de 792 millions de dollars en Février (1932) en excédent net de réserve de presque 100 millions de dollars en Juin » (Kindelberger, 2013, p.185).

*Tableau 3.4 – Retour, suspension, dévaluation de la monnaie par rapport à l'étalon-or.*

Country	Return to Gold	Suspension of Gold Standard	Foreign Exchange Control	Devaluation
Australia	April 1925	December 1929	—	March 1930
Austria	April 1925	April 1933	October 1931	September 1931
Belgium	October 1926	—	—	March 1935
Canada	July 1926	October 1931	—	September 1931
Czechoslovakia	April 1926	—	September 1931	February 1934
Denmark	January 1927	September 1931	November 1931	September 1931
Estonia	January 1928	June 1933	November 1931	June 1933
Finland	January 1926	October 1931	—	October 1931
France	August 1926– June 1928	—	—	October 1936
Germany	September 1924	—	July 1931	—
Greece	May 1928	April 1932	September 1931	April 1932
Hungary	April 1925	—	July 1931	—
Italy	December 1927	—	May 1934	October 1936
Japan	December 1930	December 1931	July 1932	December 1931
Latvia	August 1922	—	October 1931	—
Netherlands	April 1925	—	—	October 1936
Norway	May 1928	September 1931	—	September 1931
New Zealand	April 1925	September 1931	—	April 1930
Poland	October 1927	—	April 1936	October 1936
Romania	March 1927– February 1929	—	May 1932	—
Sweden	April 1924	September 1931	—	September 1931
Spain	—	—	May 1931	—
United Kingdom	May 1925	September 1931	—	September 1931
United States	June 1919	March 1933	March 1933	April 1933

*Source:* League of Nations, *Yearbook*, various dates; and miscellaneous supplementary sources.

### 3.3. Contexte et mesures pour la crise 2008

#### 3.3.1. A l'origine de dysfonctionnements microéconomiques

Premièrement, dans la recherche du profit, les intermédiaires financiers ont dû accroître le volume de leurs activités et relâcher les conditions d'attribution de prêts, pour répondre à l'exigence de rentabilité (Artus, et al. 2008). On observe dès l'an 2000, une hausse des prêts. Mais c'est la nature qui en est inquiétante, avec des emprunts (surtout hypothécaires) à taux variables ou hybrides (fixes les premières années et à des taux variables révisables par la suite), ou encore des « *balloons* » (qui prévoit le remboursement d'une grande partie du capital pour la dernière année du contrat). On voit croître ce dernier type d'emprunts ainsi que ceux à taux variables, qui augmentent le risque jusqu'à la veille de la crise<sup>18</sup>. Bernanke (2007) a averti de la dangerosité du respect du *Community Reinvestment Act*<sup>19</sup>; la documentation requise pour l'octroi de prêts est en nette baisse, signe d'un relâchement des conditions d'attribution qui auront pour conséquence de renforcer le risque de faillite encouru. Moatti (2007) évoque des chiffres de souscription de ces prêts qui ont presque quadruplés entre 2001 et 2006 et pour des montants en nette hausse sur la période.

Donc, suite aux observations dans le paysage des prêts hypothécaires, on peut noter que les *LTV* (« *loan to value* ») ont augmenté, autrement dit que le montant de l'emprunt devient plus important en regard de la valeur de l'hypothèque. Mais il en va de même, pour le ratio endettement/revenu (Demyanyk, et Van Hemert, 2008)<sup>20</sup>. C'est la preuve que les ménages sont plus enclins au risque de crédit et que la qualité des prêts se détériore. Cela se caractérise avec l'observation de l'évolution des défauts sur les crédits des « *subprimes* » (Artus, et al., 2008)<sup>20</sup>. On le remarque dans la part d'emprunt « *subprimes* » qui, en 2000, représente 9% aux Etats-Unis et atteint la barre des 20% en 2006 (Dell'Atriccchia, Igan, et Laeven, 2008). On parle ici, de risques qui prévalent sur le marché américains où le prix de l'immobilier va jouer ensuite un rôle prépondérant dans le déroulement de la crise. L'origine est bel et bien dans le secteur bancaire parce que le risque de défaut (de crédit) va imputer d'abord les banques et le circuit de prêts interbancaires sur un plan mondial. Dell'Atriccchia, Igan et Laeven (2008) arrivent aux conclusions que des conditions d'octrois plus souples de prêt font croître le nombre de crédit de manière rapide et ainsi font augmenter, de la même manière, les prix de l'immobilier pour créer une bulle inflationniste. En parallèle, on observe que les ménages avaient une propension à s'endetter qui s'était accrue par rapport à ce qu'on a connu précédemment dans l'histoire, dépassant même en moyenne leur revenu disponible dès le deuxième millénaire (Barrell, et Davis, 2008).

---

<sup>18</sup> Une hausse des « *balloons* », des « *ARM* » (à taux variables), du *LTV*.

<sup>19</sup> Lois encourageant les institutions financières à financer les activités locales, rendant même obligatoire le respect du rôle de ces institutions, sous peine d'amendes. Ce mécanisme, peut-on le supposer, laisse de la place à des octrois de prêts « douteux » au regard des exigences à fournir mais ayant pour but de lutter contre une éventuelle récession.

<sup>20</sup> En annexe Figure A-3.2, l'analyse par année des défauts sur crédit. « *Subprime* » fait référence aux crédits où la prime de risque est sous-valorisée.

### 3.3.2. Inclusion du risque au niveau macroéconomique<sup>21</sup>

Nous ajoutons à cela, une titrisation sur différents crédits qui permettent aux institutions financières de pouvoir émettre des obligations en prenant comme nantisements des crédits (initialement « hypothécaires) ou autres accords dérivés de produits financiers (de plus en plus fréquents dans les années 2000) (Sougné, 2015). Autrement dit, ce sont des opérations qui permettent de transformer des prêts bancaires non liquides en titres négociables sur un marché qui va transférer le risque de crédit de l'intermédiaire financier vers le nouvel acquéreur (Artus, et al., 2008). La création de liquidité via la croissance du crédit devient excessive avec les taux d'intérêt relativement bas (Aisen et Francken, 2010). Une baisse du taux d'intérêt à long terme provient du contexte non-inflationniste (Hennani, 2015). Bernanke (2005) (*as cited in* Taylor, 2009) évoque le « *Global Saving Glut* », lorsque l'épargne souhaitée excède le niveau d'investissement souhaité, ralentissant la croissance. Parallèlement à l'émission de « *subprimes* », empiriquement se manifeste une augmentation de la titrisation surtout aux Etats-Unis des *MBS* et *ABS*<sup>22</sup>, avec 10000 milliards de dollars fin 2007, qui représentent 40% du marché obligataire. Alors qu'en Europe, le marché obligataire se composait de *covered bonds* (titres couverts par l'état) et d'*ABS* qui était toutefois moins important que sur le marché américains (Artus, et al., 2008).

Une classification par tranche des titres par des agences de notations et ce, en fonction de risques et rendements a eu lieu pour diversifier la composition de portefeuilles d'actifs financiers avec de multiples combinaisons. Mais encore avec un objectif de transactions qui libère des fonds propres dans le bilan et accentue l'effet de levier (d'où le léger endettement dans le chef des entreprises de manière générale)<sup>23</sup> ou par gain dans l'arbitrage avec du profit immédiat. L'intérêt des titres est donc multiple mais a eu pour conséquence un endettement des entreprises, en plus de celui des ménages. L'effet est accentué car les offres bancaires calquées sur les taux d'intérêts directeurs qui étaient peu attrayantes. De l'autre côté du processus, les intermédiaires financiers proposèrent ce genre de titres avec de plus gros rendements annoncés. Certains de ces crédits « potentiellement dangereux » se sont perdus comme actifs sous-jacents de titres dans bon nombre de portefeuilles avec parfois, des cotations qui ne reflétaient pas le risque réel de crédit, renforçant l'asymétrie de l'information. La concurrence entre les banques les a poussés à proposer des prêts à presque n'importe qui pour pouvoir se rémunérer avec les titres. Un optimisme accru a poussé même à convertir des prêts hypothécaires

---

<sup>21</sup> En annexe Figure A-3.3.Représentation du schéma sur un plan macroéconomique.

<sup>22</sup> Le *Mortgage-Backed Securities* sont des titres adossés sur des hypothèques et *Asset-Backed Securities*, des titres adossés sur des actifs. En annexe Figure A-3.5, on remarque une hausse des *MBS* et *ABS* sur le marché obligataire aux Etats-Unis (Artus, et al., 2008).

<sup>23</sup> Financement par dette qui a pour effet de multiplier les possibles gains et mais symétriquement les pertes aussi, a pour effet une hausse de la volatilité (de Crombbrughe de Picquendaale, 2016). Par exemple, le risque opérationnel peut être décuplé de par la volatilité. En annexe Figure A-3.4, l'augmentation de l'effet de levier des entreprises.

risqués en titres pour près de 90% avec un AAA (meilleure cotation – faible risque) (Dodd, et Mills, 2008). Le danger venait de l’opacité du mécanisme qui a faussé l’aversion pour le risque comme on peut le noter en analysant les *spreads* sur obligations risquées<sup>24</sup>.

En ajoutant à cela, un système qui se fait dépasser pour valoriser les actifs correctement pour contrôler les montages financiers. De nouveaux instruments financiers qui, semble-t-il, devenaient trop opaque pour que l’on puisse agir contre la frénésie liée à l’asymétrie de l’information et au transfert de risque. Une complexification qui provient aussi d’une sorte de désintermédiation bancaire qui facilite un plus grand nombre d’interaction entre les agents économiques.

### 3.3.3. Déroulement de la crise des *subprimes*

A son début, la crise bancaire de 2008 montre ses premiers signes de faiblesse suite à la difficulté de trouver un financement sur le marché bancaire<sup>25</sup>, avec une augmentation du taux interbancaire à trois mois surtout en Europe. Au vu d’une liquidité très importante et d’une offre d’actifs limitée, les prix de ces derniers ne pouvaient qu’augmenter (Hennani, 2015). Conjugué à cela, un resserrement du crédit se ressent au-delà du domaine interbancaire avec une hausse des taux à court terme. Il en va de même avec certains *spread* sur des bons couverts, et taux d’ABS synonyme d’une hausse de l’aversion pour le risque (Artus, et al., 2008). Les institutions financières en perte de confiance vont chercher des actifs plus surs et plus liquides (Allen et Moessner, 2011). Le problème prend sa source avec les altérations de valeurs financières, ce qui est lié aux créances douteuses découlant sur des taux de défaut en nette croissance sur les prêts hypothécaires majoritairement à taux variables ou hybrides (Demyanyk, et Van Hemert, 2008). Dès cet épisode, à partir d’avril 2007 les prêts hypothécaires se dégradent, comme en témoigne les indices *ABX*<sup>26</sup> de notations sur les prêts hypothécaires (Fратиanni, et Giri, 2015). Les titres structurés adossés à ceux-ci se font déclasser en masse et génèrent rapidement la panique dans le chef des investisseurs (Dodd, et Mills, 2008). Face à ces pertes, les banques vont commencer à avoir besoin d’injecter des liquidités d’où les événements résumés dans le *Tableau 3.5* (Fратиanni, et Giri, 2015). Les banques se trouvent dans un cul-de-sac, ne pouvant plus émettre de titres ou liquider les titres sur emprunts hypothécaires qu’elles possédaient à l’actif. On assiste alors à une ruée vers la trésorerie des banques (Dodd, et Mills, 2008). Les assureurs dits « *monolines* »<sup>27</sup> subissent le même sort que les banques car les défauts non-anticipés augmentent

---

<sup>24</sup> Dans ce cas, on comprend un *spread* comme l’écart de rendement fixe entre différentes obligations pour une même maturité (dans une relation rendement-risque). En annexe Figure A-3.6, le graphique nous montre une baisse du *spread* entre sous-jacent risquées et “moins risquées”. Comparativement à 1928, en 2006 le *spread* est bien sous-évalué avant 2008. On réfère cela à du « *Shadow Banking* », qui ajoute du risque via le manque de transparence (Fратиanni, et Giri, 2015).

<sup>25</sup> La propension d’attribution de crédit pour les ménages aux Etats-Unis, et plus pour les entreprises en Europe se réduit. La raison première est le taux de défaut des *subprimes* relatifs à celui des prêts hypothécaires en générale aux Etats-Unis. En annexe Figures A-3.7 et A-3.8.

<sup>26</sup> C’est un benchmark financier qui mesure la valeur totale des prêts hypothécaires. En annexe Figure A-3.9.

<sup>27</sup> Compagnies qui se chargèrent de se protéger du risque de défaut sur les *ABS*.

grandement. Le rôle des agences de notations qui a biaisé les jugements pour les secteurs des assurances, aggrave encore plus la situation. Les courses à la liquidité mènent à la fermeture de *Lehman Brothers* le 15 septembre 2008 comme élément déclencheur de la faillite d'autres institutions financières. En Europe, une analogie avec le *Credit-Anstalt* comme banque très implantée dans le paysage économique allemand et autrichien de la fin des années 20 (Bordo, et James, 2010). Néanmoins, les faillites bancaires sont relativement modestes en terme de nombre mais les institutions bancaires faisant défaut étaient de taille plus conséquente que 80 années auparavant (Bordo, et Landon-Lane, 2010).

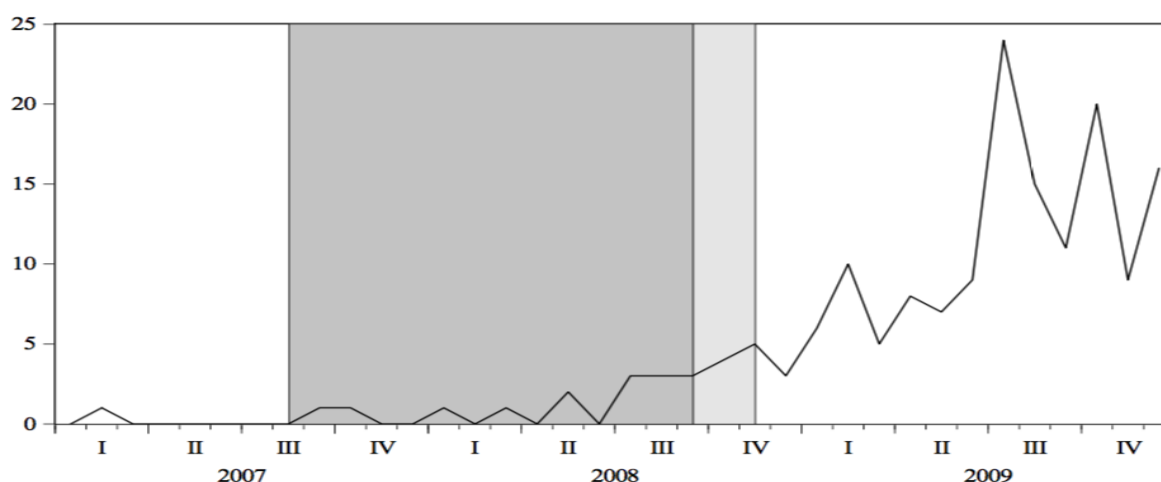
Ensuite, les valeurs des biens immobiliers qui affaiblissent, avec leurs pertes de valeur, également la position des ménages, principalement américains. Ils vont essayer de se débarrasser de leurs emprunts hypothécaires en anticipant le remboursement pour ceux qui, bien évidemment, le peuvent. Ces événements ont engendré une aggravation de la condition des banques au passif de leur bilan. C'est bien la mentalité qui a changé avec une baisse de l'effet de levier dans de nombreux cas, ce qui coïncide avec le ralentissement de la croissance à court terme (Artus, et al., 2008). C'est d'ailleurs ce que relèvent Biggs et Meyer (2010) avec leurs recherches concernant l'« *output gap conundrum* »<sup>28</sup> et donc la difficulté des économies à se relancer à court ou moyen terme. Ils ont pris comme exemple l'*output gap* américain présentant un montant négatif de -6% en 2008. Une accumulation de réactions négatives peut créer des bulles qui suscitent un emballement et renforcent l'aversion pour le risque, contribuant à une panique bancaire (Yao et Zhang, 2011).

**Tableau 3.5 – Evènements bancaires de la crise financière, 2007-2008.**

Date	Country	Description
February 2007	US	ABX index signals an increase in subprime mortgage defaults <sup>7</sup> .
June 2007	US	Bear Sterns injects \$3.2 billions to cover for margin calls of two of its hedge funds. <sup>8</sup>
July 2007	US	Market for ABCP begins to dry up.
July 2007	Germany	Subprime difficulties spread to Europe as German IKB reveals that it cannot cover for the failure of its conduit to roll over ABCP
August 9, 2007	France	BNP Paribas stops redemptions for three investment funds
August 9, 2007	Global	Following Paribas event, counterparty risk emerges; illiquidity soars in interbank market, prompting an intervention of billion of euro by ECB and \$24 billions by Fed.
August 17, 2007	US	Run on Countrywide, subprime originator
September 9, 2007	UK	Run on UK bank Northern Rock.
January 19, 2008	US	Fitch downgrades insurer Ambac specializing in guaranteeing municipal bonds and MBS.
March, 2008	US	Run on Bear Stearns when hedge funds do not roll over their liquidity funding. Later, JPMorgan Chase acquires Bear Sterns through the auspices of Fed of New York. <sup>9</sup>
July 11, 2008	US	US Treasury makes an explicit government guarantee for Fannie Mae and Freddie Mac.
September 15, 2008	US, Global	Failure of the highly connected Lehman Brothers
September 16, 2008	US	AIG receives a bailout of \$85 billions by the Fed (two others will follow in October and November). <sup>4</sup>
		Money market fund Reserve Primary Fund "breaks the buck" after writing off \$785 millions of debt issued by Lehman.
September 19, 2008	US	Treasury provides temporary guarantee of MMMFs and Fed launches ABCP-MMMF liquidity facility

<sup>28</sup> Problématique liée à une baisse de l'*output gap* qui n'est d'autre que l'écart en la production réelle et la production potentielle.

**Graphique 3.6 – Nombre de faillite bancaire pendant la crise financière, 2007-2009.**



### **3.3.4. Solution apportée à la crise bancaire**

Nous verrons par la suite les réponses gouvernementales pour les problèmes liés à la production, la compétitivité, le commerce, l'inflation et l'emploi (ou plutôt,) Ce sont plutôt les mesures mises en place pour éviter à nouveau de se retrouver dans une pareille situation au niveau des institutions bancaires qui annoncent que les difficultés d'obtention d'un crédit étaient déjà une suite logique et constituaient une piste de solution pour éviter de reproduire les mêmes erreurs. Une position des actifs toxiques ont pris place dans la comptabilité des banques et doivent être refinancé par des plans d'état pour que les banques puissent assurer leurs rôles. C'est pourquoi il est bon de savoir évaluer si une banque est suffisamment capitalisée pour faire face à une crise éventuelle (Stiglitz, 2009).

Pour éviter cela, les directives de *Bâle III* ont été implémentées. Le but est notamment de consolider la position des banques face à la demande de liquidité à court terme et améliorer la résilience de ces organismes à long terme avec l'utilisation des sources financièrement stables<sup>29</sup> (Hennani, 2015). Mais, ces directives se doivent aussi de répondre aux exigences en matière de liquidité, avec plus de transparence sur les fonds propres et leur qualité. En d'autres mots, il faut savoir d'où provient le financement mais aussi pouvoir mieux évaluer les risques qui lui sont inhérents<sup>30</sup>. Le *Dodd-Franck Act* a été promulgué par le gouvernement américain d'Obama en 2010 pour empêcher le surendettement mais aussi pour lutter contre la propagation de titres toxiques sur le marché boursier. Cette réforme de *Wall Street* avec la règle *Voekler*, a pour but d'encadrer les banques en matière de spéculation. Cela joue le rôle d'un frein dans l'expansion monétaire car les

<sup>29</sup> Deux ratios, le *LCR* et le *NSFR* qui sont respectivement les ratios s'assurant de la liquidité à court et long terme. Cela veille à ce que les avoirs soient de bonnes qualités et suffisamment liquide pour répondre à la demande de dépôt à court terme.

<sup>30</sup> Connaître les ratios de levier pour avoir des indications sur les risques. Empêché la cyclicité et les problèmes de dépendance entre structures qui représente le risque systémique.

dépôts ne sont plus réinvestis dans l'économie dans les mêmes proportions et le but est d'éviter à nouveau les mêmes problèmes survenus lors de la crise financière de 2008.

Finalement, un commentaire peut se faire concernant l'importance de la dérégulation du système financier à partir des années 1980. Selon les partisans du libéralisme, les mécanismes de marché devaient jouer leurs rôles pour rétablir l'équilibre. Le *Banking Act* de 1933 abandonné, nous sommes en droit de nous demander ce qu'il serait advenu de la crise si cela avait toujours été en vigueur ? Jorion (2008) (*as cited in* Hennani, 2015) suggère que ces lois auraient pu empêcher que « la crise des *subprimes* ne dégénèrent en tarissement du crédit, comme ce fut le cas en aout 2007 ». La problématique est ouverte au débat car il faut se rappeler que les régulations du *Glass-Steagall Act* interdisaient aux banques de prendre des dépôts et faire de l'investissement en bourse. Or, les racines du problème sont au sein du bilan des banques, car aucun actif réel ne sort de leur comptabilité, seuls les titres en sortant mais pas les créances elles-mêmes. Et ces mêmes titres ne sont pas directement échangés par les banques sur le marché boursier. On doit donc se limiter à émettre des hypothèses sans vraiment savoir ce qu'il en aurait été.

## 4. Analyse comparative des deux crises

Au cours de ce chapitre, nous allons mettre en lien les ampleurs relatives à chacune pour avoir une idée globale des similitudes et des différences malgré des situations contextuelles quelque peu divergentes.

### 4.1. Différences et similitudes des causes de la grande dépression et de la grande récession

Lorsque nous comparons ces crises, la première différence majeure est bien l'origine. La crise de 1929 démarre sur le marché boursier via des dévalorisations des prix des actifs pour ensuite venir impacter le monde bancaire. Tandis qu'au XXI<sup>ème</sup> siècle, le mal nous vient du dysfonctionnement des règles bancaires dans l'octroi de prêts combinés à la folle titrisation d'actifs, de prêts ou de dérivés financiers sans garantie pertinente pour certains. Nonobstant, il y a quelques parallélismes qu'il convient de mettre exergue, outre les points concernant la sécurité de l'emploi, la sécurité sociale et de politique macroéconomique qui diffèrent suivant les époques étudiées. « Le danger est que le crédit va être utilisé pour financer l'accumulation spéculative des stocks de biens, qui, en fait, vont produire un déséquilibre entre production et consommation et postérieurement une contraction dans les prix et l'activité économique » (Friedman & Schwartz, 1993, p.253). Comme lien avec la phrase précédente, on peut faire une première relation évidente concernant les prix de l'immobilier qui ont gonflé de manière spéculative au 21<sup>ème</sup> siècle, d'abord exclusivement aux Etats-Unis tandis qu'avant 1929, ce sont les prix boursiers en général (incluant l'immobilier) qui ont été surcotés également sur le marché américain<sup>31</sup>. Ces derniers concernent le « *gold standard exchange* » et la *zone Euro*, les politiques monétaires en lien avec les flux de capitaux et encore des taux inflations, taux de croissance divergent dans la comparaison les deux cas.

#### 4.1.1. Les similitudes entre zones monétaires précédentes et contemporaines aux crises

Premièrement, une analogie peut être notée entre le « *gold standard exchange* » du XX<sup>ème</sup> siècle avec le modèle de la *zone Euro* tout au moins en évitant de considérer qu'un état puisse quitter l'union monétaire européenne et puisse y revenir, comme ce fut le cas lors de la première guerre mondiale. Ce genre de conclusion provient des accords de *Bretton Woods* (après la seconde guerre mondiale) pour promulguer une stabilité européenne. Fratianni et Giri (2015) mettent en lumière trois analogies entre les systèmes monétaires :

---

<sup>31</sup> En annexe Figure A-4.1, on peut noter la croissance des prix de l'immobilier plus importante pour la crise des *subprimes* qu'à la moyenne des autres crises financière, synonyme de la spécificité de marché à cette époque que n'avait pas forcément la grande dépression de 1929. Ensuite, on voit un éclatement de la bulle spéculative immobilière (Reinhart et, Rogoff, 2008 a).

Tout d’abord, le fonctionnement dans le sens inverse de la théorie sur le mécanisme de prix-flux en numéraire<sup>32</sup>, pour des pays qui possèdent un taux d’inflation supérieure (de par la création monétaire) comme l’Allemagne par rapport aux autres pays (comme la France) dans les années 1920 à la veille du choc. Le même constat a été tiré entre 2000 et 2007 pour un pays comme l’Espagne qui comparativement à l’Allemagne a opté une pour un politique monétaire expansionniste comme en témoigne ce tableau de Schularick et Taylor (2012) (*as cited in* Fratianni, et Giri, 2015) :

**Tableau 4.1 – Taux de croissance cumulés de la monnaies, prêts bancaires et actifs totaux bancaires en France, Italie et Espagne relative à l’Allemagne, 2000-2007.**

	France - Germany	Italy - Germany	Spain – Germany
Broad money	25.2 % points	29.7 % points	44.7 % points
Bank loans	11.1 % points	13 % points	22.8 % points
Total bank assets	16.6 % points	26.5 % points	40.7 % points

Pour ces pays, en 1928 (pour l’Allemagne) et en 2007 (pour l’Espagne), il semblerait logique d’afficher un surplus du budget. Or, les analyses empiriques infirment cette thèse et par conséquent, les comparaisons des soldes de balance budgétaire entre pays montrent effectivement l’opposé. C’est probablement la résultante, pour l’Allemagne avant la grande dépression, du *Traité de Versailles* après la grande guerre qui mena à l’hyperinflation (expliquée plus haut). Cette période a marqué à ce point le pays qu’au jour d’aujourd’hui, on y prône toujours une politique d’austérité. Contrairement à d’autres pays, comme l’Espagne avant la crise de 2008, qui se voulaient plus expansionnistes. On peut l’observer pour les années 1928 et 2007 dans le *Tableau 4.2* comparatif suivant (Aiginger, 2009). Dans le chapitre suivant, nous analyserons la différence notable de la valeur absolue des déficits publics sur la période 2008-2010, plus importante qu’en 1929-1931.

<sup>32</sup> Modèle économique pensé par David Hume, antagoniste au mercantilisme, qui suggère que sous l’étalon-or via une adaptation de l’offre de monnaie, on tend vers un retour à l’équilibre. Un pays ayant un solde de balance commerciale, ou plutôt un surplus budgétaire va importer plus d’or causant de l’inflation via l’offre de monnaie rendant les importations du pays plus compétitives.

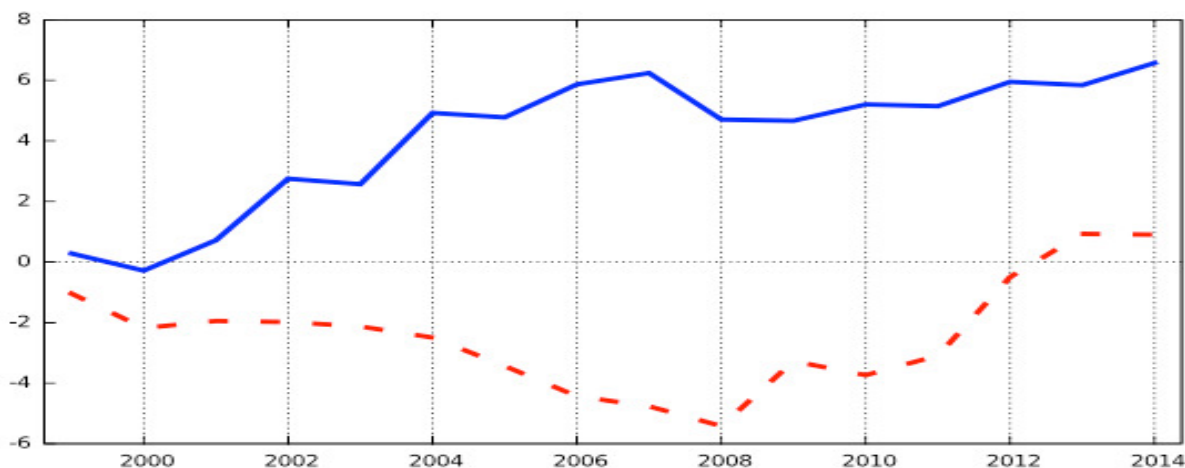
**Tableau 4.2 – Comparaison des deux crises : déficit/surplus du budget en % du PIB.**

	Great Depression												Current Crisis						
												Forecast							
	1920 to 1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1931- 1929	1931- 1936	1932- 1929	2007	2008	2009	2010	2010-2008 Absolute change	
Average	Annual data											Absolute change			Annual data				
Austria	-0.1	-0.7	0.2	-2.3	-3.1	-0.2	-2.7	-2.5	-1.7	-0.4	-3.3	2.7	-0.4	-0.7	-0.5	-4.3	-6.1	-5.6	
Germany	-8.6	-2.3	-1.8	-2.4	-2.2	-1.9	1.0				-0.4	2.2	-0.1	-0.2	-0.1	-3.9	-5.9	-5.8	
Belgium	-10.3	2.3	1.7	-1.9	-1.6	-3.9	-1.2	-2.2	-5.4	-4.6	-3.4	-2.9	-5.7	-0.3	-1.2	-4.6	-6.1	-4.9	
Spain	-1.6	1.5	1.1	0.8	-0.3	-0.8	-1.3	-1.8	-0.9		-1.5	0.3	-1.9	2.2	-3.8	-7.8	-8.7	-4.9	
France	-5.5	1.2	1.4	-1.5	-1.8	-1.7	-4.6	-3.8	-5.1	-6.9	-3.3	-5.1	-3.2	-2.7	-3.4	-6.6	-7.0	-3.6	
Finland	-1.6	-2.1	-0.8	-1.9	-2.3	-2.6	-1.6	-2.8	-3.8	-3.7	-1.5	-1.4	-1.8	5.2	4.1	-1.5	-2.8	-6.9	
Sweden	-1.7	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-1.9	-4.0	-2.1	-2.5	-2.2	0.2	-1.8	-1.3	3.8	2.5	-3.3	-4.5	-7.0	
United Kingdom	1.8	1.8	0.8	1.0	0.8	-0.2	1.0	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.6	-0.9	-2.7	-5.5	-12.8	-14.0	-8.5	
USA	0.9	1.0	0.7	0.8	-0.6	-4.7	-4.6	-5.5	-3.8	-7.0	-1.3	-6.4	-5.4	-2.9	-5.9	-12.1	-14.2	-8.3	
Japan	8.0	4.5	3.9	2.4	3.1	0.1	-0.5	0.7	1.1	2.4	-0.8	-0.7	-3.8	-2.5	-2.7	-6.7	-8.7	-6.0	
"World"	-0.5	0.8	0.6	0.1	-0.5	-2.5	-2.3	-2.7	-2.2	-3.5	-1.1	-3.0	-3.1	-1.9	-3.8	-8.7	-10.3	-6.5	
Unweighted average over countries	-1.9	0.7	0.7	-0.5	-0.8	-1.8	-1.8	-2.2	-2.4	-2.8	-1.5	-1.9	-2.5	-0.1	-1.7	-6.4	-7.8	-6.2	
Standard deviation	4.2	1.7	1.2	1.4	1.2	1.6	2.2	1.7	2.0	2.9	1.4	3.1	2.0	2.9	3.4	3.9	4.0	1.6	
Coefficient of variation	-2.272	2.479	1.746	-2.744	-1.452	-0.875	-1.173	-0.797	-0.844	-1.039	-0.934	-1.579	-0.835	-36.872	-2.085	-0.616	-0.509	-0.266	

Sources: WIFO-calculations using Mitchell, Bordo IFS, OECD, Eurostat, Bundesrechnungsabschluss

Deuxièmement, un modèle où les devises sont rattachées à la valeur d'une ressource (en l'occurrence l'or ou l'argent) facilite les flux de capitaux à un taux fixe comme pour une union monétaire telle que la *zone Euro*. Cela permet donc aux états avec des surplus au niveau de leur solde de balance de paiements de pouvoir investir dans des pays et bénéficier de taux d'intérêts plus élevés, leur permettant ainsi d'investir eux-mêmes pour faire face à une carence de capitaux (Eichengreen et, Temin, 2010). L'union européenne a aussi ce rôle de permettre, de manière facilitée, le financement de pays en demande de crédits. Tout comme l'étalon-or qui facilitait les conversions des différents montants et par la même occasion les flux de capitaux. Une dichotomie historique s'est produite avec un surplus de la balance de paiement pour les pays d'Europe du Nord (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, France etc.) et un déficit pour ceux du Sud (Espagne, Italie, Grèce) pour les années 2000. On évoque le taux de change fixe de l'euro qui ne fonctionne pas de manière égale en reprenant le mécanisme de prix-flux en numéraire. Ce taux de change nominal, fixe pour l'euro, a rendu le taux de change réel trop faible pour les pays du Nord et trop élevé pour le Sud. Le devoir incombait aux pays du Nord d'ajuster leur balance externe en élargissant leur demande agrégée afin de maintenir une unité européenne (Alessandrini, et al., 2014). Ce qui ne fut pas le cas comme le prouve le tableau suivant où les flux de financement entre pays de la *zone Euro* ont soudainement décliné, creusant les écarts de budget entre pays à la veille de la crise (Fратиanni et, Giri, 2015) :

**Graphique 4.1 – Balance courant de paiement en pourcentage du PIB, Nord vs. Sud, 1999-2014.**



Sources: see Data Appendix. North (blue), South (red, dashed).

Dans les années folles, l'Allemagne a fait le choix de garder le taux de monnaie fixe par rapport à l'or, comme d'autres pays (à des moments différés, voir *Tableau 3.4*) pour contenir l'inflation (Fratianni et, Giri, 2015). Cela a créé un genre d'amortisseur dans les effets ressentis entre les pays par rapport au modèle européen actuel. Mais les pays dont le déficit de la balance de paiement reposait sur le financement étranger ont vu leur économie se contracter. Empiriquement, avant ces deux crises, les flux qui habituellement allaient dans un sens (vers les pays ayant un déficit budgétaire, d'où dysfonctionnement du mécanisme de prix-flux en numéraire), se sont brutalement interrompus et après le deuxième trimestre de 1928 (surtout en Allemagne). Comme l'a conclu Kindelberger (2013) avec les flux de capitaux étrangers sur le solde de la balance américaine et aussi, avec les transactions nettes sur les obligations étrangères qui se sont inversés :

**Tableau 4.3 – Nouvelles émissions de capital pour les comptes étrangers aux Etats-Unis, trimestriellement, 1928-30 : valeurs nominales, remboursement exclu (en million de dollars).**

1928	Capital exporting countries*	Capital exports						
		Germany	Other	Total	North America	Latin America	Asia and Oceania	Total
I	13.2	46.7	109.5	179.4	40.5	86.4	15.6	312.1
II	32.0	153.8	94.2	280.0	74.8	74.3	100.6	529.7
III	16.1	14.2	19.5	49.8	6.8	81.9	0.4	118.9
IV	11.7	62.4	24.6	93.7	63.4	88.4	19.9	270.4

Enfin, le dernier point pouvant être établi est connexe aux précédentes et à la problématique du modèle de l'étalon-or : un biais déflationniste. La création de monnaie ne s'est pas faite à la suite

d'une augmentation des réserves en France ou encore l'Italie qui ont repris l'étalon-or plus tard avec leur devise respective surévaluée a bien créé un biais lors de la contraction. Keynes (*as cited in* Eichengreen et, Temin, 2010) statua sur les effets néfastes d'un retour à l'étalon-or (principalement à celui de la Grande Bretagne en mai 1925) car provoquant une contraction économique de par la déflation. Pour les pays n'ayant pas une activité rayonnante par rapport à d'autres, les effets déflationnistes s'en feraient ressentir d'autant plus car il n'y a qu'une possibilité restreinte de création monétaire pour relancer la croissance des prix. Il a fait la suggestion d'une politique de rééquilibrage des surplus de réserves pour éviter les disparités. Comme expliqué ci-avant, c'est bien un des buts de l'unité monétaire européenne. Néanmoins, les dysfonctionnements ont été, toutes proportions gardées, similaires et dans un contexte plus actuel avec comme « perdants », les pays du Sud de l'Europe.

#### **4.1.2. Différences de volatilités liées aux cycles économiques de la décennie qui précède**

Il faut mettre en avant quelques divergences majeures entre les deux contextes de crise pour pouvoir analyser le déroulement de celles-ci par la suite. Un objet sur lequel il est intéressant de se pencher est la volatilité qui semble différée d'un contexte à l'autre. On note bien entendu des montants positifs dans les variations de PIB et tout ce qui lui est connexe (par exemple : la production, les exportations, l'emploi, l'inflation, l'essor des marchés boursiers) qui sont synonymes de période de croissance plus ou moins forte selon les périodes et les pays concernés dans les années 20. Pourtant, un point mériterait d'être observé, à savoir les variations donnant des indications sur l'évolution des marchés de production, surtout industrielle. Dans des études sur la vitesse de synchronisation des variables économiques menant aux crises (Aiginger, 2009), les écarts-types nous ont donné des indications sur l'évolution des variables comme le PIB, la manufacture, le chômage, les exportations, les marchés boursiers et l'inflation pour le monde. Ils semblent tous être supérieurs pour la période précédant la crise de 1929. Mais pour pouvoir les comparer entre chaque période, on peut prendre les coefficients de variation<sup>33</sup> pour tenir compte des échantillons choisis. Là, on réalise que seuls les chiffres de volatilité pour l'emploi (*sic.* Le chômage) et l'inflation présentent des différences significatives. Pour le reste, les montants sont presque similaires, voire quelque peu supérieurs pour le PIB, la manufacture et le marché boursier pour la période 2000-2008.

---

<sup>33</sup> Valeur de l'écart-type ( $\sigma$ ) relative à la moyenne ( $\mu$ ) de l'échantillon ( $\sigma/\mu$ ).

**Tableau 4.4 – Comparaison des deux crises, synchronisation de dix pays industrialisés.**

	Great Depression				Recent Crisis			
	1921/1929		1929/1932		2000/2008		2008/2009	
	Standard deviation	Coefficient of variation	Standard deviation	Coefficient of variation	Standard deviation	Coefficient of variation	Standard deviation	Coefficient of variation
GDP, real <sup>1)</sup>	12.2	0,297	8,9	-0,886	5,8	0,325	1,0	-0,262
Manufacturing	34.3	0,420	16,3	-0,703	10,4	0,750	5,9	-0,290
Exports	53.0	0,901	8,4	-0,143	18,8	0,367	6,2	-0,298
Stock market	255.2	1,217	15,4	-0,279	142.0	1,982	7,5	-0,141
Employment	17.2	1,658	9,0	-0,519	1,7	0,211	0,7	-0,267
Unemployment rate: 1929 and 2008	4.8	0,747	10,1	0,517	1,2	0,200	1,9	0,207
Unemployment rate: change <sup>2)</sup>	7.9	7,429	7,4	0,564	1,4	2,447	1,2	0,370
Inflation	67.6	-2,633	7,2	-0,565	7,2	-0,565	0,4	0,362
Average over indicators	51.8	1,154	10,2	-0,314	21.6	0,670	2,8	-0,062

1) At PPP. – 2) Absolute difference 1929-1921 vs. 2008-2000.

Source: WIFO calculations using Maddison, IMF, Groningen, BEA, Dresdner Bank, Butschek (1985).

Dans le premier cas, nous nous trouvons face à un contexte d'après-guerre où les troupes devaient rentrer dans leur pays et les puissances économiques européennes pour la plupart devaient rembourser l'effort de guerre ainsi que les conditions économiques inflationnistes (Friedman & Schwartz, 1993, p.216). C'est pourquoi, on a connu une période de contraction économique et des épisodes déflationnistes pour certains pays du vieux continent en 1920 et 1921 et même plus tard, reflétant un problème sur le marché de l'emploi qui a impacté la production (Vernon, 1991). Keynes (*as cited in* Tian, 2010) écrit que la cause de la crise est le surinvestissement mondial sans adaptation dans le salaire des travailleurs, ayant pour effet de déséquilibrer les marchés. En parallèle, l'essor technique a contribué à remettre de l'huile sur le feu, rendant frénétique le processus d'investissement. Dans leurs recherches sur la productivité des travailleurs et le progrès technologique, David et Wright (1999) font état d'une hausse de la productivité total des facteurs de production (*TFP*)<sup>34</sup> après la grande guerre. Ils attribuent cela à une combinaison de l'expansion de la consolidation des techniques de télécommunication, de stockage, de processus, des statistiques pour la gestion mais aussi l'électrification des usines combinée au développement des techniques d'industrialisation à la chaîne, requérant moins de main d'œuvre pour produire. Dans le *Graphique 4.2*, il y a volatilité notable spécifiquement entre 1922 et 1928 où l'on observe une variation des points du Dow Jones<sup>35</sup> d'environ +360% et, dans le sens inverse pour les trois années qui suivent. Cela reflète bien l'emballement des investissements, sans doute causé par le progrès technique, pour les domaines industriels qui accroissent fortement la volatilité dans la manufacture, dans les exportations, dans l'inflation et donc dans la croissance du PIB. De plus, Ohanian (2016) souligne l'importance de ce développement

<sup>34</sup> Dans le modèle néoclassique de Solow pour expliquer la croissance avec une fonction de type Cobb-Douglas :  $Y=K^\alpha \cdot L^\beta \cdot TFP$  où  $\alpha$  et  $\beta$  sont les paramètres structurelles, fixes inférieurs à l'unité,  $K$  le stock de capital,  $L$  la demande de travail,  $TFP$  le progrès technique exogène et  $Y$  l'output de la période. Une augmentation de la  $TFP$  va augmenter les salaires moyens dans le secteur de production concerné pour attirer de nouveaux travailleurs. Cela fait croître l'épargne et l'investissement et donc augmenter les taux d'intérêts. Pour une offre de monnaie croissante, il n'y a pas de réduction des prix et donc de l'inflation qui suit la volatilité de la croissance due au progrès (Bogaert, 2015).

<sup>35</sup> Référence boursière pour les actions se référant aux entreprises industrielles.

technique qui va s'affaiblir considérablement lors de la contraction jusqu'en 1933, puis ensuite repartir de plus belle<sup>36</sup>, alors que les chiffres de la crise de 2008 se révèlent bien plus timides.

Tandis que sur le *Graphique 4.3* du marché des valeurs boursières du siècle actuel, on peut prendre pour exemple les Etats-Unis. Les effets du progrès de la « bulle Internet »<sup>37</sup> se sont estompés, faisant baisser le taux de croissance de l'économie et ensuite qui, par connexions interbancaires internationales, se propage en Europe. La mondialisation, la concurrence des pays à bas salaire, la réduction du coût des soins de santé, la fermeté du dollar ont cessé de jouer leur rôle sur l'inflation<sup>38</sup> (Bogaert, 2015). L'émergence des pays comme la Chine ou l'Inde, profitent de la stagnation technologique des pays développés et bénéficient de leur volonté de sous-traitance (Schlenkhoff, 2009). Selon le rapport sur la productivité de l'OCDE en 2009 (*as cited in* Schlenkhoff, 2009), il y a une contradiction entre productivité en berne et les prix de l'immobilier et de son financement. En comparaison au *Graphique 4.3*, on met en exergue des variations de l'indice du DowJones d'environ +33% entre 2003 et son pic en 2007, qui ont relativement moins d'impacts et sont moins volatiles que celles vécues dans les années folles.

**Graphique 4.2 – Tendence macro, moyenne des actions du Dow Jones en points, 1920-1938.**

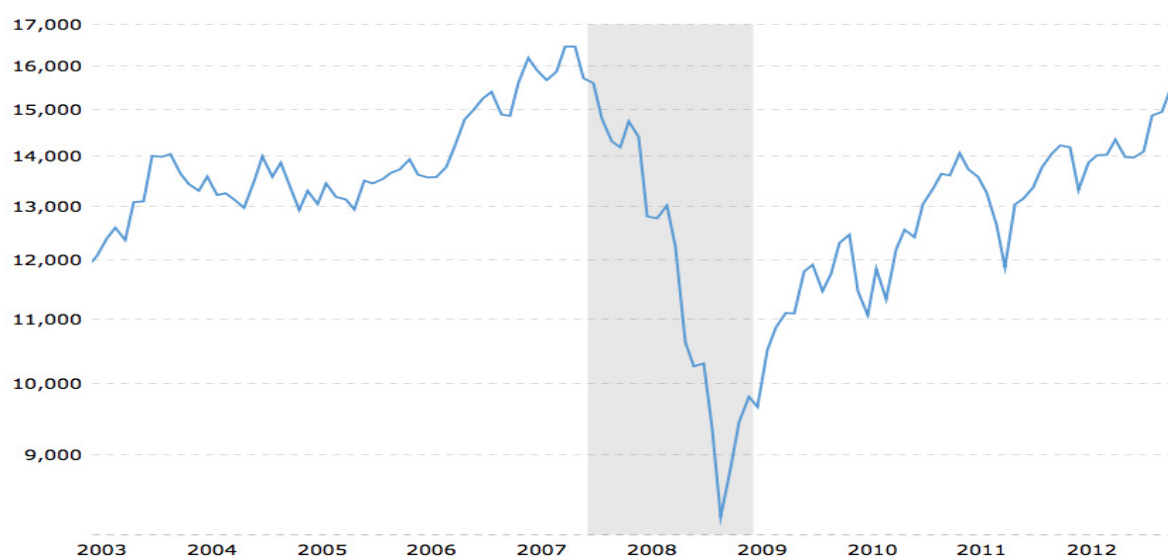


<sup>36</sup> Dans sa revue des travaux d'Eichengreen, Ohanian émet l'hypothèse que le souci provient de la gestion de crise car les indicateurs de la TFP au début des années 1930 ne sont pas négativement impacté comme ceux de la fin de la décennie précédente. En annexe, Tableaux A-4.1 et A-4.2.

<sup>37</sup> Bulle spéculative liée au progrès des télécommunications et d'internet qui impacta le marché des actions portant sur la technologie.

<sup>38</sup> Une "grande modération" fait surface à cause des pays émergents de la pression à la baisse des prix sur les biens qui rend inflation moins élevée et moins volatile tout comme le PIB (Artus, 2008).

**Graphique 4.3 – Tendence macro, moyenne des actions du DowJones en points, 2003-2012.**



Là encore, une différence entre les volatilités du Dow Jones nous montre que les dysfonctionnements ont des sources différentes, l'une boursière et l'autre bancaire, ce qui va changer leur développement et leurs effets. Par la suite, les courbes prennent la même allure, toutes proportions gardées des points des actions (se référer à l'échelle des ordonnées des deux *Graphiques 4.2 et 4.3* ci-dessus).

## **4.2. Points importants lors la période de contraction**

Dans cette partie, nous allons mettre en avant les faits marquants, en partant du *Tableau 4.5* (Aiginger, 2009). Comme évoqué ci-dessus, la volatilité du marché de la bourse est différente mais les impacts généraux sur ces marchés sont, quant à eux, assez similaires l'un à l'autre lorsque l'on observe les deux graphiques<sup>39</sup>. Il en est de même pour la manufacture, à une nuance près, évoquée par la suite. Les trois grands axes sur lesquels nous allons nous pencher sont la production et donc le commerce qui y est rattaché (exportations principalement), la variation des prix et le marché de l'emploi. Ces trois domaines nous reflètent la problématique des différences entre les deux crises financières.

<sup>39</sup> Dans l'analyse du tableau de la page suivante, on remarque une variation similaire du marché boursier. Almunia (2010) met en exergue la rapidité de la chute de ce marché pour la crise récente, avec comme valeur de référence avril 2008. La bourse se remet nettement plus vite car à peine 12 mois après, cela repart. 80ans plus tôt, cela prend trois ans avant une reprise, et la contraction se veut un peu plus sévère.

**Tableau 4.5 – Faits stylisés, indicateurs d’activité, moyenne non-pondérée sur dix pays industrialisés**

	Great Depression	Recent Crisis	
	1932/1929	2009/ peak 2007/2008	Trough 2009/ peak 2007/2008
	Annual data	Quarterly data	
	Percentage change		
GDP, real <sup>1)</sup>	-10.0	-4.0	-5.4
Manufacturing	-23.2	-20.2	-23.0
Exports	-58.5	-20.9	-24.6
Stock market	-55.4	-53.4	-53.6
Employment	-17.3	-2.5	-1.6
Unemployment rate 1932 and 2010	19.6	9.2	
Unemployment rate: change <sup>2)</sup>	13.2	3.1	2.0
Inflation	-12.8	1.0	-0.1

<sup>1)</sup> At PPP. – <sup>2)</sup> Absolute difference 1929 to 1932 vs. 2008 to 2010. Ten industrialized countries: Austria, Germany, Belgium, Spain, France, Finland, Sweden, United Kingdom, USA, Japan.

Sources:

GDP: WIFO database, Groningen, BEA, IMF, Dresdner Bank. - Manufacturing: WIFO calculations using Mitchell., IFS, ST.AT. - Exports: WIFO calculations using Mitchell., IFS, WTO. - Stock markets: WIFO calculations using <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> for the USA; <http://stooq.de/q/d/?s=nikkei&c=0&i=m> for Japan; NBER Macrohistory Database; <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^CDAXX>, Gregor Gielen (1960-1979) for Germany; NBER Macrohistory Database; <http://stooq.de/q/d/?s=cac40>, IMF for France; League of Nations; <http://stooq.de/q/d/?s=ftse250&c=0&i=m>, IMF for the United Kingdom; Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Konjunkturforschung; <http://stooq.de/q/d/?s=atx&c=0&i=m>, IMF for Austria. - Employment: WIFO calculations using The Economist; Economic Statistics 1900-1983, 1985 and OECD; Eurostat. - Unemployment: WIFO calculations using The Economist; Economic Statistics 1900-1983, 1985 and OECD; Eurostat. - Inflation: WIFO calculations using Mitchell, Eurostat.

#### 4.2.1. Différence d’ampleur sur la production

Dans l’impact sur la production considérée ici via le PIB, on note un écart significatif surtout dans la chute. Comme en témoigne le graphique suivant, la croissance de la production sur les périodes précédentes s’élève à 44,7% sur la période 1921-1929 pour le monde et 38,9% de 2000 à 2008 pour le monde. Le déclin a frappé de manière plus conséquente sur la moyenne mondiale où l’on tourne autour des -10% en 1932/1929 et des -4% pour 2009/2008. Lorsque l’on décortique les données, on voit que, sauf pour les pays scandinaves et le Japon, les PIB ont été sensiblement plus touchés par la crise de 1929. On constate que les coefficients de variation sont plus disparates à cette époque, principalement pour les Etats-Unis, l’Allemagne, l’Autriche et la France. Alors que celles concernant la récente crise sont plus modérées, sans écarts trop marquants entre les pays étudiés dans le *Tableau 4.6* (Aiginger, 2009). Une autre étude démontre qu’aux Etats-Unis, le taux de croissance nominal du PIB est compris en 0 et 5% pour la crise des *supbrimes*, avec une stabilisation très rapide pour 2008-2009, au contraire de la grande dépression où l’on observe, des montants beaucoup moins contenus qui ne cessent de décroître<sup>40</sup> (croissance négative) de 1929 à la fin de 1932. .

<sup>40</sup> Dans les variations de -25% à 15% de croissance (Anderson, Bordo et Duca, 2016).

**Tableau 4.6 – Comparaison des deux crises : déclin du PIB réel.**

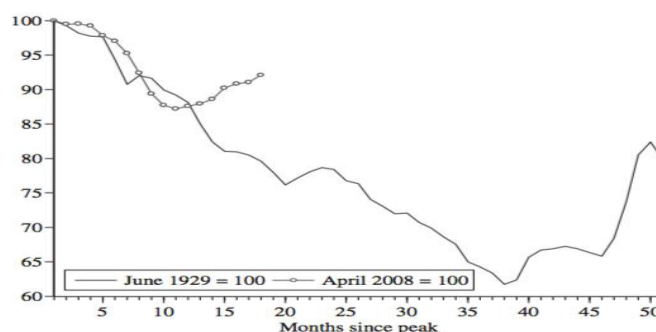
	Great Depression			Recent Crisis				
	1929/1921	1929/1912	1932/1929	2008/2000	2008/1990	2009 forecast/ peak 2008	Trough 2009/ peak 2008	
	Annual data			Annual data		Quarterly data		
	Percentage change							
Austria	43,0	4,6	-19,8	17,3	50,9	-3,4	-4,5	1)
Germany	38,4	15,5	-15,8	9,8	35,2	-5,4	-6,7	2)
Belgium	33,4	27,2	-7,1	15,6	42,9	-3,5	-4,2	1)
Spain	34,2	58,8	-3,8	27,9	68,5	-3,2	-4,2	3)
France	61,0	33,6	-14,7	13,6	38,2	-3,0	-3,5	2)
Finland	55,7	53,4	-4,0	25,1	52,0	-4,7	-6,5	2)
Sweden	49,2	38,3	-4,3	20,9	47,6	-4,0	-6,3	3)
United Kingdom	28,5	16,2	-5,1	19,5	53,2	-3,8	-5,6	3)
USA	45,4	69,4	-27,0	19,0	64,7	-2,9	-3,8	1)
Japan	22,0	81,7	1,3	10,7	25,4	-5,3	-8,4	3)
World	44,7	38,8	-9,8	39,8	89,0	-1,3	-4,6	4)
Unweighted average over countries	41,1	39,9	-10,0	17,9	47,9	-3,9	-5,4	
Standard deviation	12,2	25,3	8,9	5,8	13,1	0,9	1,6	
Coefficient of variation	0,297	0,635	-0,886	0,325	0,274	-0,234	-0,294	

\*\* ) At PPP; forecast real data. -\* ) 2007. - 1) 2Q2009/2Q2008. - 2) 1Q2009/1Q2008. - 3) 2Q2009/1Q2008. - 4) Weighted by GDP.

Source: WIFO calculations using Maddison, IMF, Groningen, BEA, Dresdner Bank, Butschek.

Ensuite, on poursuit ce constat avec l'étude de l'output industriel pour le monde. On prend les pics de juin 1929 et d'avril 2008 comme valeurs de référence car elles représentent les périodes prospères qui surviennent juste avant le déclin des économies. Dans le *Graphique 4.5*, la chute de la production industrielle mondiale se présente, au début, presque de la même manière entre les deux crises. En effet, on constate très peu de différence, avec sur les 9 premiers mois, 17% pour la crise actuelle et de 16% pour celle du XX<sup>ème</sup> siècle (Aiginger, 2009). Pour cette dernière, hormis en 1931 où un sursaut substantiel de quelques mois pour l'économie industrielle, l'output manufacturé ne cesse de décroître pendant presque trois ans. C'est seulement aux alentours de l'automne 1932 que la production commence à se relancer alors que pour la crise de 2008, l'output industriel entrevoit une relance dès le mois de mars 2009<sup>41</sup> (Almunia et al., 2010) :

**Graphique 4.5 – Output mondial, valeur de référence 100 pour juin 1929 et avril 2008.**

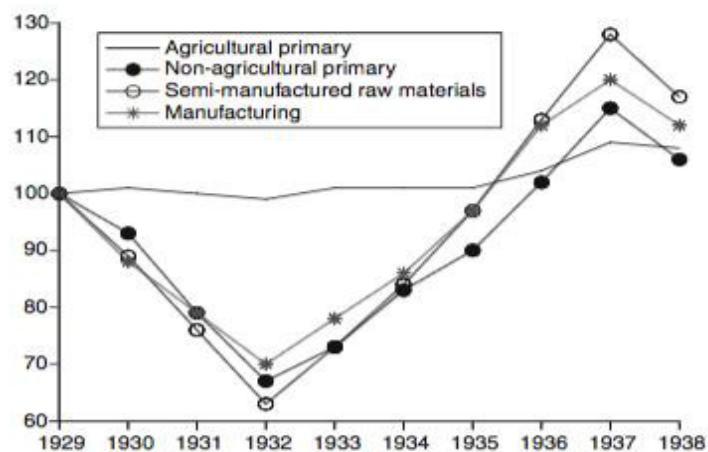


Sources: Data graciously provided by the IMF, and Wagenführ (1933), *Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung* (various issues), *Statistik des In- und Auslands* (various issues).

<sup>41</sup> Aiginger (2009) nous montre les variations dans le *Tableau 4.6* sur chaque période de déclin de manière globale compte tenu du contexte de l'époque. Comme Krugman (2009), il faut s'intéresser aux changements mois par mois pour mieux comprendre. Alors que tout comme le marché de la bourse, l'output mondial prend une même tendance synchronisation. Cela suggère une relance des activités (de la bourse comme de la production) plus prompte pour la crise récente.

Il faut aussi signaler que, durant les années 30, ce sont les pays industrialisés qui subissent principalement les contractions car le paysage économique était ainsi à l'époque. Autrement dit, les pays d'Europe et les Etats-Unis ont vu ralentir leur économie de biens industriels tandis que les pays dont le commerce se base principalement sur l'agriculture ont vu leur production se montrer relativement stable<sup>42</sup>, comme on peut en juger sur le *Graphique 4.6*. C'est pourquoi les pays industrialisés comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, la France et l'Italie par exemple ont particulièrement subi les effets. Le paysage de l'économie a bien changé par rapport à la première partie du siècle dernier car la production de biens manufacturés et de biens non-manufacturés présentait des montants comparables<sup>43</sup>. A l'heure actuelle, la tendance mondiale se base bien plus sur des *outputs* manufacturés et/ou la prestation de service que sur des matières premières extraites de la nature. En parcourant les valeurs ajoutées de production de la Banque mondiale des données, on peut comparer les effets impliquant majoritairement les biens manufacturés pour la grande récession. Malgré des chiffres disproportionnés<sup>44</sup>, on peut donc établir à l'évidence que l'agriculture a été touchée dans une moindre mesure, en prenant l'année 2007 comme valeur référentielle.

**Graphique 4.6 – Output mondial décomposé, 1929-1938 (1929=100).**



Source: League of Nations (1939).

Finalement, on remarque qu'il y a une similitude même si les effets prennent des proportions différentes, dans le *Graphique 4.7*. Il est intéressant de relever une spécificité frappante, à savoir la

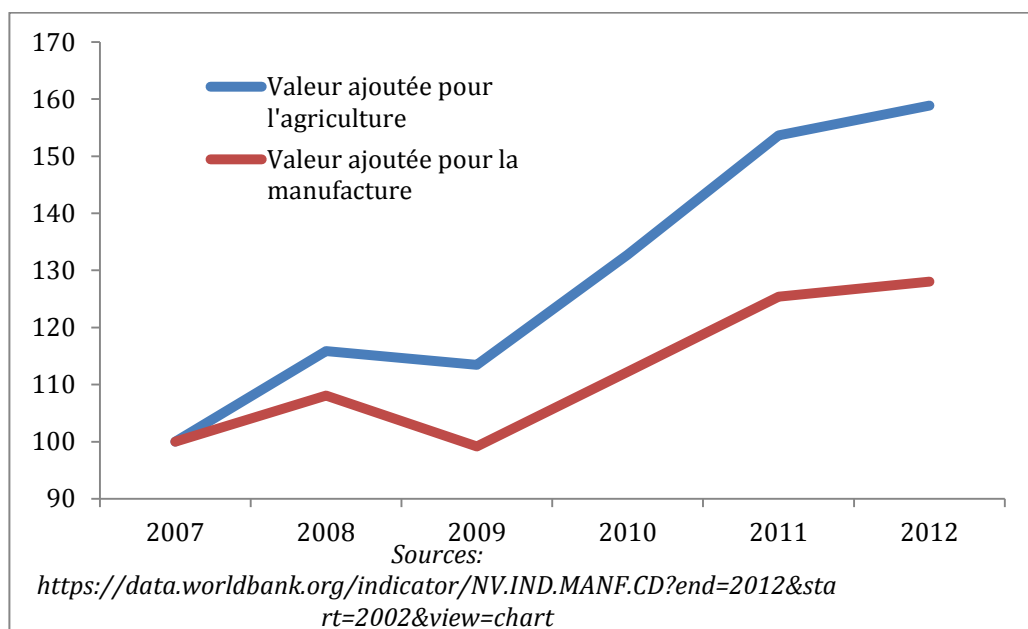
<sup>42</sup> Les pays d'Amérique latine et d'extrême orient (Australie y compris) ont subi une dépression agricole juste avant la crise de 1929. Elle est en partie expliquée par le mélange de la déflation structurelle, où on observe un excès d'offre sur la demande de matière première agricole durant les années folles. Ce qui a été contenu par l'abondance de crédit provenant principalement des pays plus industrialisés pour faire face à la faible demande. (Kindelberger, 2013, pp.83-107).

<sup>43</sup> Dans une étude (Almunia, 2010), l'output manufacturé représente seulement 40% de la production mondiale en 1929 alors que pour 2007, il se chiffre à 70%. En annexe Figure A-4.2. On voit l'impact de la crise boursière avec la proportion de production actuelle.

<sup>44</sup> Les valeurs ajoutées de l'output manufacturé varient entre 9 et 12 trillions de dollars alors que relativement celles pour l'agriculture dépassent seulement les 3 trillions de dollars.

propagation. Comme énoncé dans la section précédente, les symptômes se sont répandus de manière plus rapide en 2008. Les effets sur le PIB, l'output industriel ou encore de la bourse ainsi que leur reprise sont arrivés aussi plus vite que dans les années 1930. On suppose que la mondialisation et les politiques de réponse à la situation ont eu leur rôle à jouer.

**Graphique 4.7 – Evolution de l'output mondial en valeur ajoutée, 2007-2012 (2007=100).**



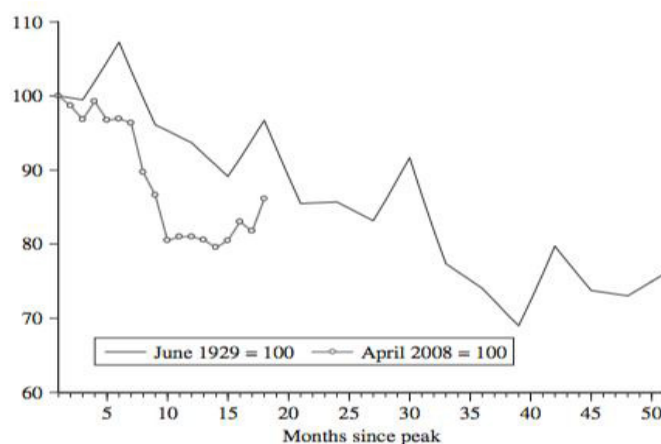
#### 4.2.2. Le commerce dans les traces de la production

Pour poursuivre, la spirale déflationniste affecte les importations de chaque pays<sup>45</sup>. La réduction de production nécessite moins de consommation de matière première requise dans les processus de fabrication. En d'autres termes, les importations des uns constituent les exportations des autres. Comme la production s'est manifestement ralentie dans les pays dont l'économie est orientée vers la manufacture, il en va de même pour les exportations. Cela confirme bien l'effet néfaste sur la PIB dans la suite de cette spirale. La comparaison s'effectue de la même manière qu'auparavant, avec 36% d'exportations en moins sur la période 1929-1932 pour le monde (encore plus pour les pays industrialisés, en moyenne de -58,5%) et presque -20% sur celle de 2008-2009 (ce qui représente la moyenne du *Tableau 4.5*). Là encore, la récente crise s'est propagée et s'est « solutionnée » plus rapidement que la grande dépression, qui s'est prolongée deux ans de plus (Grossman, et Meissner, 2010). Sachant aussi que la part du commerce des biens industriels représentait environ 40% à la fin des années folles et 70% lors de la première décennie de notre siècle<sup>46</sup> (Almunia, 2010).

<sup>45</sup> Comme Kindelberger (2013, p.172) l'explique dans son livre, la déflation impacte les importations des pays et donc les exportations. Il relève également le déclin du commercial international (Kindelberger, 2013, p.188).

<sup>46</sup> L'impact aurait été plus important avec la dépression de 1929 en considérant une répartition des forces de production autour des 70% (tiré des chiffres du WTO) (Almunia, 2010).

**Graphique 4.8 – Commerce mondial, valeur de référence 100 pour juin 1929 et avril 2008.**



Sources: League of Nations Monthly Bulletin of Statistics, <http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>

En conséquence, pour faire une parallèle entre la production industrielle et le marché des échanges commerciaux, l'économétrie s'avère significative. Levchenko, Lewis et Tesar (2009) ont démontré qu'il y a un effet impliqué du changement de la production industrielle sur le changement pour les importations et les exportations. D'ailleurs, au regard des variations, il en va de même pour les exportations de pièces automobiles, d'acier et de fer sont principalement affectées<sup>47</sup>. Pour les mêmes raisons, nous décrirons, par la suite, pourquoi de telles différences ont eu lieu.

**Tableau 4.7 – Effets impliqués de la variation de production industrielle sur la variation du commerce mondial, 2008-2009.**

	Nominal Change	Real Change	Implied by IP change ( $\tilde{\gamma}^{trade}$ )	Share of Trade Corresponding to IP
Exports	-34.5%	-24.7%	-17.6%	0.88
Imports	-32.9%	-17.6%	-16.4%	0.94
IP		-13.4%	-13.4%	1.00

Notes: Changes in nominal and real exports over 2008m6 to 2009m6 for NAICS sectors where industrial production (IP) data are available. Weights calculated from share of nominal trade and used to generate the third column. The fourth column indicates the fraction of overall nominal trade that can be matched to IP data.

#### 4.2.3. L'évolution des prix

Comme étudié auparavant, les périodes d'inflation précédant une crise financière où le cycle économique sont plutôt prospères, avec une volatilité des plus significatives pour les années trente par

<sup>47</sup> Dans la base de données de la WTO de 2009, on remarque que les changements annuels des exportations par région et secteur.

rapport à la décennie dernière. Dans le chapitre 3, on a parcouru les contextes avec des niveaux de croissance de prix qui ne sont pas très élevés, même négatif en 1927, alors que l'inflation n'est pas très importante (ne dépassant généralement pas les 1%). Les coefficients de variation du *Tableau 4.4* prouvent, malgré tout, avec -2,633 pour 1921-1929 et -0,565 pour 2000-2008, un écart probant en matière de volatilité.

**Tableau 4.8 – Taux d'inflation de 5 pays pendant la grande dépression et la grande crise financière.**

		Inflation rate (CPI)		
US	1927-33	-13.5	2008-09	0
			2008-14	9.9
UK	1926-33	-10.1	2008-09	3.8
			2008-14	18.4
Germany	1930-33	-11.6	2008-09	0.7
			2008-14	8.9
France	1927-35	-31.9	2008-09	1.3
			2008-14	9.2
Italy	1927-34	-18.4	2008-09	2.3
			2008-14	11.6

*Sources :* The inflation rate up to 2008 is computed as the percentage change in the CPI from Schularik and Taylor (2012). The percentage changes in per capita real GDP and the inflation after 2008 are from the IMF, World Economic Outlook database 2015 (as cited in Fatianni, et Giri, 2015).

Toujours concernant les périodes de contractions, la déflation fait l'objet de récurrence dans les deux cas. Et en vue d'opter pour une compréhension plus complète, il est intéressant de regarder les effets sur divers pays. On sait, par exemple, que l'Allemagne a subi une hyperinflation liée à son remboursement de l'effort de guerre. Le pays a commencé à perdre des flux importants d'investissement provenant des Etats-Unis et le taux de la *Reichsbank* s'est élevé à 7,5% pour rationner les crédits et donc réduire le processus de production et consommation<sup>48</sup> (Fatianni, et Giri, 2015). Pour les autres pays durant la grande dépression, l'inflation varie (négativement) de manière plus ou moins modérée en fonction principalement de la relance de la production et des moyens mis en œuvre par les gouvernements pour y parvenir (Eichengreen, et Sachs, 1985). Compte tenu de de leur influence à l'époque et de leurs échanges dans le commerce mondiale, les pays technologiquement les plus avancés jouent fortement sur les prix. Il en découle une dégringolade du niveau des prix, et ce, aussi bien pour les matières premières agricole que pour les métaux<sup>49</sup> (*Tableau 4.9*) (Kindelberger, 2013, p. 143).

<sup>48</sup> Ohanian (2016) établit un lien entre les cycles de production et de consommation. On considère un simple mécanisme d'offre et de demande, une période déflationniste laisse supposer un excédent de l'offre sur la demande pour un bien ou un service.

<sup>49</sup> Et ce sur les prix de gros (Friedman et Schwartz, 1993, p. 303). La déflation qui s'accroît encore plus avec une baisse des prix de produits de 1931 à juin 1933 (Kindelberger, 2013, p.188).

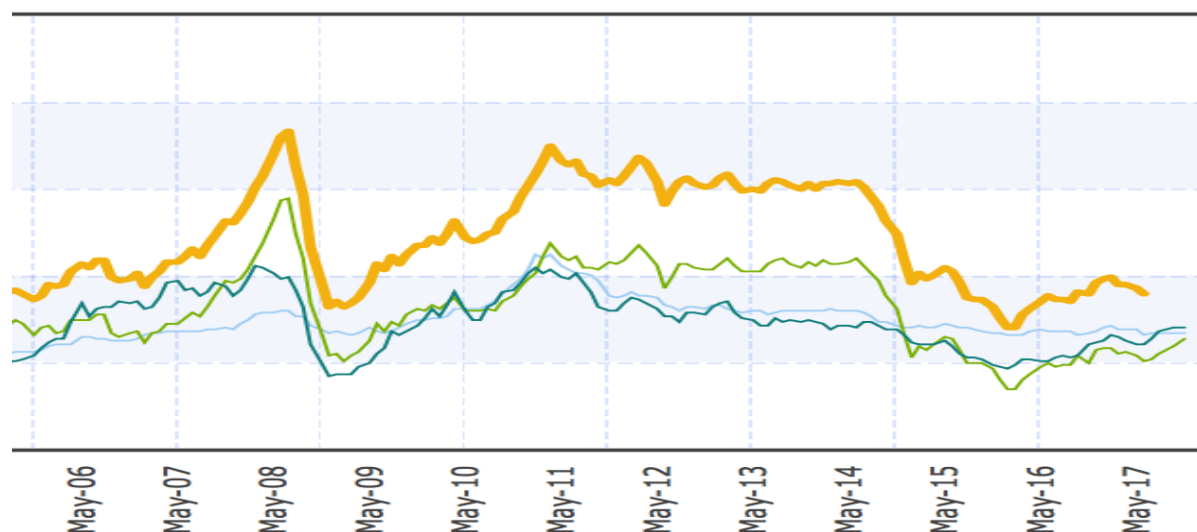
**Tableau 4.9 – Prix de produits spécifiques, par mois, 1929-1930.**

	cocoa ¢ per lb	coffee ¢ per lb	copper £ per long ton	corn ¢ per bu	cotton ¢ per lb	hides ¢ per lb	lead ¢ per lb	rubber ¢ per lb	silk \$ per lb	sugar ¢ per lb	tin ¢ per lb	wheat \$ per bu	wool ¢ per lb	zinc ¢ per lb
1929														
June	10-51	23½	74-3		18-04	16-8	6-80	20-56	4-96	3-52	44-26	1-50		6-64
September	10-79	22½	75-3	91-9	17-62	19-6	6-69	20-19	5-20	3-98	45-38	1-37		6-78
December	9-13	15½	68-3	78-0	16-64	16-0	6-10	16-06	4-68	3-71	39-79	1-32		5-65
1930														
March	8-67	14	69-2	74-5	14-74	14-2	5-56	15-25	4-68	3-43	36-81	1-15	98	4-94
June	8-31	13¾	50-0	79-0	13-21	15-2	5-31	12-38	3-56	3-28	30-30	1-05	92	4-45
September	6-26	12	46-3	91-7	10-15	14-6	5-35	8-19	2-93	3-14	29-64	·87	91	4-27
December	6-16	10½	46-8	64-9	9-16	10-7	4-95	8-94	2-69	3-29	25-27	·77	86	4-09

SOURCE: *Commodity Yearbook, 1939*, New York, 1939, for all but copper. For copper, see *Yearbook of the American Bureau of Metal Statistics*.

Le contexte joue également un rôle prépondérant avec le paysage économique qui a changé au XXIème siècle. Le niveau général des prix va prendre une tendance déflationniste sur une période de temps plus courte car on aperçoit une reprise dès 2009. L'indice composite des prix pour les produits (« *commodity price index* »), début 2008, fait plus que de doubler par rapport à son niveau de 2005 (valeur référentielle de 100) avant de retomber en flèche à ce même niveau en mars 2009. Le prix de l'énergie et des métaux en ont été impacté grandement lorsque l'on décompose les composantes de le « *commodity price index* » alors que, tout comme leur production, les prix des matières premières agricoles ont été relativement plus stables<sup>50</sup>.

**Graphique 4.9 – Commodity price index (en jaune), energy index (en vert), metals index (en turquoise) et agricultural raw materials index (en bleu ciel), 2006-2017 (2005=100).**

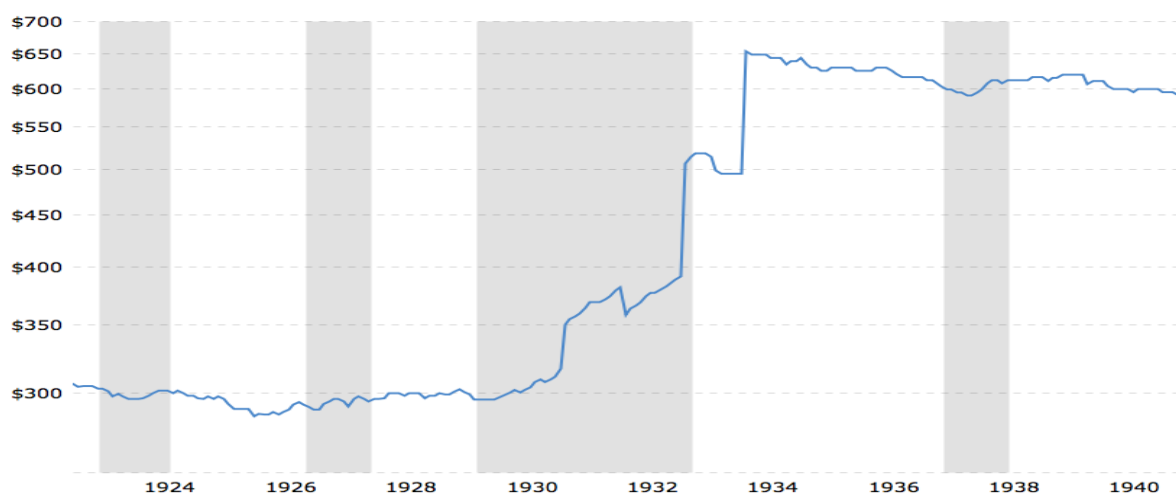


Poursuivons avec l'évolution des prix pour l'or qui peut être une valeur-clef pour analyser l'évolution des crises financières. Encore à l'heure actuelle, l'or représente un input dans l'élaboration

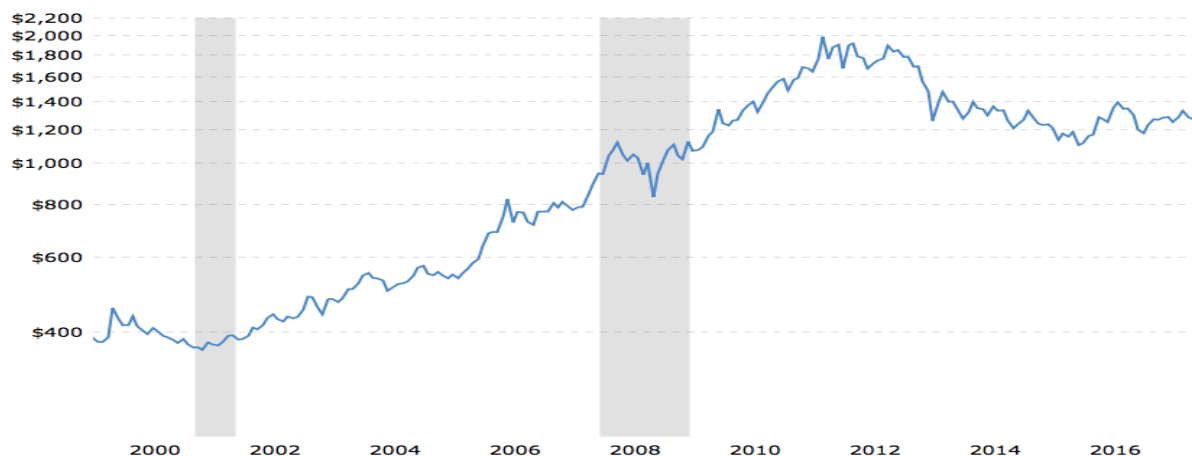
<sup>50</sup> En se référant aux variables : <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=180>

des produits finis et un investissement pour se protéger de l'inflation, des faiblesses de la monnaie ou des perturbations économiques (Hergt, 2013). Lorsqu'une monnaie n'est plus rattachée à l'or, et qu'elle est dévaluée, le prix de l'or augmente. Nous sommes dans une relation inverse entre la valeur de la monnaie et le prix de l'or, qui constitue donc une valeur refuge. Comme ce fut le cas, après 1932 où nombreuses devises ont été dévaluées, cela se remarque dans la hausse du prix de l'once d'or (*Graphique 4.10*). Le prix de l'or a des interdépendances positives, entre autres, avec le marché boursier et le prix du pétrole (Arfaoui, et Ben Rejeb, 2017). C'est pourquoi, on observe, tout comme pour l'économie mondiale, un ralentissement en 2008 suivi d'un sursaut dans les prix de l'once d'or :

**Graphique 4.10 – Prix de l'once d'or en dollar, 1924-1940.**



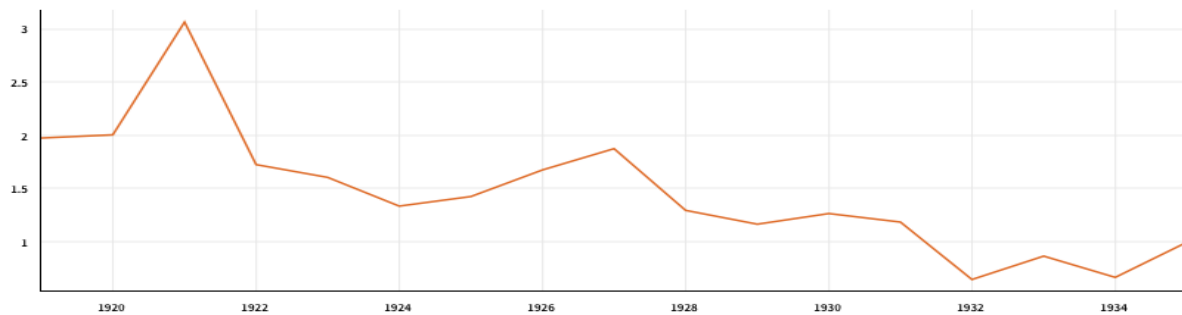
**Graphique 4.11 – Prix de l'once d'or en dollar, 2000-2016.**



Enfin, dans cette partie, le prix du pétrole peut faire l'objet d'un argument et alimenter éventuellement le débat. Le prix du pétrole va varier en fonction de l'offre et de la demande actuelle ainsi que du stock futur (Artus, et al., 2010). Tout cela vu qu'il y a des pôles de concentration au niveau technologique, qui proviennent du XIXème siècle et de l'industrialisation, dans certains pays comme : les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la France, le Japon ou l'Italie etc. Par ailleurs, la grande

partie de la demande de pétrole des années 20 et 30 vient de ces pays. Les inquiétudes quant à une éventuelle pénurie n'étaient pas la préoccupation première parce qu'avec les découvertes techniques dans ce domaine, l'extraction de pétrole a explosé<sup>51</sup>. La surproduction aux Etats-Unis, en Amérique latine et au Moyen-Orient entre 1928 et 1933, a nécessité l'imposition de quotas (en 1935) pour les compagnies pétrolières afin ne pas trop subir une baisse des prix du baril. Ce dernier, depuis 1927, n'a cessé de décroître et de ne plus dépasser le dollar entre 1932 et 1934.

**Graphique 4.12 – Prix du baril de pétrole en dollar, 1920-1934.**



De l'autre côté, après les deux chocs pétroliers dans les années 1970, les compagnies pétrolières régulent l'accès à l'achat. Depuis lors, on sait que cela a une incidence sur le niveau général des prix (incorporé dans les processus de production). La tendance du prix du baril va dépendre de la demande, principalement depuis ce fait majeur dans le monde économique (Artus, et al., 2010). Malgré la production en berne lors de la récente crise, on peut compter sur la demande grandissante des pays en expansion avec, en tête de proue, la Chine (Arfaoui, et Ben Rejeb, 2017). Cette implication n'enlève pas le choc sur ces prix mais l'adoucit car on est passé de presque 130 dollars à l'été 2008 à 40 dollars pour début 2009. L'épisode des chocs pétroliers a changé la propension à la baisse pour les années 30 et à la hausse 80 ans plus tard.

**Graphique 4.13– Prix du baril de pétrole en dollar, 2002-2017.**



<sup>51</sup> <https://www.cfr.org/timeline/oil-dependence-and-us-foreign-policy>

#### 4.2.4. Le marché de l'emploi dans des conditions distinctes

D'abord dans l'analyse des *Tableau 4.5* et *4.6*, la gravité sur le changement du chômage saute aux yeux. Dans un premier cas, on a une variation de 13,2% sur 1929-1932 avec un coefficient de variation de 0,564. Dans l'autre, on statue à 3,1 pour une volatilité comparée à 0,37 pour 2008-2009. La volatilité est un peu supérieure pour la grande dépression mais ce qui nous préoccupe ici, c'est la différence dans le changement face à la perte d'emploi. Ainsi, on remarque une élasticité exacerbée au choc avec des difficultés à revenir à la normal. Les politiques de maintien de l'emploi ont été plus efficaces durant la crise financière actuelle, avec des taux de chômage atteignant les 25%<sup>52</sup> pour les Etats-Unis et même 30% dans certains pays d'Europe (Schlenkhoff, 2009).

Ensuite, on peut prendre en compte la théorie pour expliquer cela comme Ohanian (2016) et la sous-consommation plus marquée dans les années 1930 qui rend plus complexe une relance du marché du travail. Dans une autre recherche, on peut prendre en compte la différence entre le salaire nominale (prenant un caractère baissier pour beaucoup de pays) et le réel qui suit la politique pour ces années -là (Eichengreen, et Hatton, 1988). Il y a une relation évidente dans les chiffres entre le nombre d'heures prestées et l'écart entre les deux salaires (Ohanian, 2010).

Donc, on part du postulat que voir un salaire réel se maintenir ou croître en période de crise financière a l'incidence d'un impacte plus considérable le chômage de manière négative. Dans les recherches sur la politique du Président américain Hoover pour protéger l'industrie contre les syndicats, les salaires nominaux sont maintenus (les réels augmentés) malgré une position économique détériorée du pays. Ceci est d'ailleurs confirmé par Jensen (1989) qui établit une distinction entre les différents types de chômage<sup>53</sup> et conclut que le conjoncturel passe de 2,9% en 1930 à 9,3% en 1931 et à 14,1% en 1932. On peut prendre pour exemple la politique d'emploi en Autriche : les salaires ont augmenté de 24% de 1925 à 1929 avec un bénéfice social qui amène à une taxe en retour et à une hausse du chômage (Kindelberger, 2013, p.149). C'est la raison pour laquelle la compétitivité des firmes sur le marché des produits et de l'emploi est en berne, ce qui empêche l'absorption du surplus de l'offre de main d'œuvre (courbe du chômage plus rigide) (Ohanian, 2009).

A l'heure actuelle, cette assertion perdure avec l'impact du salaire réel qui s'indexe (de manière naturelle) à l'activité économique, ceci expliquant pourquoi le Royaume-Uni a subi un chômage moindre que l'Espagne par exemple. Car, la croissance des salaires nominaux

---

<sup>52</sup> Chiffre tiré de l'étude comparative pour les Etats-Unis (Anderson, Bordo, et Duca, 2016).

<sup>53</sup> Le chômage frictionnel représentant les périodes à court terme où les agents cherchent un emploi de manière individuelle, il est incompressible. Le chômage structurel est celui qui à long terme dépend des variables institutionnelles, démographiques, sociales, il est considéré comme naturel. Et le chômage conjoncturel qui est celui lié au cycle économique, dépendant donc de l'activité générale de l'économie.

varie anticipativement au déflateur du PIB<sup>54</sup> ainsi les salaires réels tiennent compte de la croissance des prix de l'économie (Bakker, 2015). Le marché des produits est alors plus compétitif tout comme celui de l'emploi, qui rendra la courbe du chômage plus élastique. Divers résultats ressortent de la crise en fonction des pays : l'ampleur est amoindrie pour la crise de 2008 et le choc se résorbe mieux de manière générale parce que les réponses apportées sont en moyenne plus appropriées.

---

<sup>54</sup> Indicateur qui permet de savoir si le PIB est gonflé par la croissance des prix ou non.

## 5. En quoi les deux sont-elles différentes ?

### 5.1 Synchronisation

Dans le chapitre précédent, on a évoqué un point majeur : les zones monétaires. Elles ont des similitudes avec les biais déflationnistes découlant de la position vis-à-vis de l'or dans un cas et la valeur de l'euro pour l'autre. Hormis les différences découlant de la position budgétaire des pays vis-à-vis de leur stock d'or, les causes ne semblent pas être la source expliquant l'évolution des crises. Par conséquent, les remèdes apportés en réaction vont nous intéresser pour comprendre de tels écarts entre les périodes

On peut faire un parallèle entre la synchronisation et l'ouverture au commerce lié à la libéralisation des échanges (voir *Tableau 3.2*). Lorsqu'on regarde les neuf premiers mois de la grande récession pendant laquelle l'économie n'a fait que décroître, on se rend compte de la tournure des choses. Aiginger (2009) met en évidence que le déclin des chiffres pour la production mensuelle et les prix du marché boursier s'opèrent de manières similaires sur les neuf premiers mois des deux ralentissements. Pour la grande récession, -17% de variation et -16% pour la grande dépression qui a continué de descendre jusqu'à -38% (par rapport à 1929) en 1932. Concernant l'exportation, mensuellement ou trimestriellement, la chute est plus conséquente pour la crise récente sur le laps de temps considéré, même si les -17% vont s'amplifier encore de 19% jusqu'en aout 1932.

*Tableau 5.1 – Comparaison des vitesses des ralentissements économiques, trois premiers trimestres.*

	Great Depression			Recent Crisis	
	Overall drop 1929/1932	1930/1929	First three quarters	Overall drop 2009/2008	First three quarters
	Percentage change				
GDP, real <sup>1)</sup>	-10.0	-7.0		-4.0	-3.6
Manufacturing; quarterly data	-23.2	-6.2	-11.9	-20.2	-19.4
Manufacturing; monthly data			-16.0		-17.3
Exports; quarterly data	-58.5	-17.3	-13.4 <sup>2)</sup>	-20.9	-25.1
Exports; monthly data			-16.9 <sup>2)</sup>		-27.2
Stock market	-55.4	-27.1	-19.7	-53.4	-19.4
Employment	-17.3	-4.8		-2.5	-1.1
Unemployment rate 1932, 1930 and 2010	19.6	10.2		9.2	
Unemployment rate, change	13.2	2.6		3.1	0.5
Inflation	-12.8	-2.2		1.0	-0.1

<sup>1)</sup> At PPP. – <sup>2)</sup> Eichengreen – O'Rourke (trade).

Source: WIFO calculations using Maddison, IMF, Groningen, BEA, Dresdner Bank, Butschek (1985).

**Tableau 5.2 – Comparaison des indicateurs de politiques monétaires et fiscales (1929, 2008=100).**

	Great Depression	Recent Crisis	
	1929/1932	2008/2009	
Money supply	-7.6	12.1	
Discount rate: level start	5.6	4.0	
Discount rate: 1 year after start	4.0	0.6	1)
Discount rate: 2 years after start	4.5		
Discount rate nominal: absolute change	-1.4	-3.2	2)
Discount rate real: absolute change	5.4	-0.7	2)
Fiscal balance: level start	0.7	-1.7	
Fiscal balance: 1 year after start	-0.5	-6.4	
Fiscal balance: 2 years after start	-0.8	-7.8	
Debt/GDP: level start	57.3	68.6	
Debt/GDP: 1 year after start	58.9	78.6	
Debt/GDP: 2 years after start	65.6	86.3	
Customs/GDP: level start	1.8	0.1	
Customs/GDP: 1 year after start	1.8		
Customs/GDP: 2 years after start	2.1		

1) 1Q2009-3Q2009. – 2) 1Q2009-3Q2009/1Q2008-3Q2008.

Sources: Money supply: WIFO calculations using IFS, Bank of England, Risksbank, SAINT MARC (1983). Interest rates: WIFO calculations using Mitchell, IFS. Fiscal balances: WIFO calculations using Mitchell (1999), OECD, IFS Yearbook, Bundesrechnungsabschluss and League of Nations. Debt: WIFO-calculations using Mitchell 1999, OECD, Bundesrechnungsabschluss. Customs: Magerl, 2006; OECD.

## 5.2 Politiques monétaires

### 5.2.1. Grande dépression : Défense des intérêts propres

Tout d’abord, Eichengreen et Sachs (1985) résumant les effets de la dépréciation de valeur monétaire sur l’économie : comme une hausse de l’output et donc de l’emploi qui lui est corrélé, le prix des biens domestiques qui diminue rendant les importations plus chères. Tout cela a pour résultante de concentrer les dépenses pour l’output domestique et augmenter les prix de celui-ci, à condition que la réduction du stock soit assez conséquente pour provoquer une baisse des taux d’intérêts mondiaux<sup>55</sup>. Ainsi la dévaluation, malgré le gain en or, devient une solution pour les pays étrangers afin d’accroître leurs productions. De plus, les gouvernements en déficit budgétaire qui se sont obstinés à appliquer l’étalon-or, se sont retrouvés pénalisés d’un biais déflationniste (Bernanke et James, 1991).

Néanmoins, le manque d’unité dans les décisions politiques entre gouvernements mène à des résultats différents. Sur 10 pays étudiés<sup>56</sup>, la masse monétaire décline en moyenne de 7,6% en trois ans (1929=100), certains étaient désireux de maintenir leur monnaie forte. Par exemple, l’Allemagne, l’Autriche et les Etats-Unis ont réduit leur masse monétaire de respectivement 29%, 16% et 20%. Seule la France (suivi du *gold bloc*<sup>57</sup> = Belgique et Pays-Bas), a augmenté sa base monétaire de 20%

<sup>55</sup> Cela prend l’effet d’une dépréciation du taux de change et réduit l’accès aux crédits. Les actifs pris en nantissement dont la valeur diminue *ceteris paribus*, par rapport aux ressources internationales. A condition d’une flexibilité des marchés qui assurerait que les prix des actifs reparte à la hausse, la politique monétaire peut se révéler inefficace voire néfaste à court terme (Christiano, Gust et Roldos, 2000).

<sup>56</sup> Autriche, Allemagne, Belgique, Espagne, France, Finlande, Suède, Royaume-Uni, Etats-Unis et Japon.

<sup>57</sup> En annexe, la Figure A-5.1 d’Almunia et al. (2010).

sur la période et réduit son taux d'intérêt à court terme (de 3,5% en 1929 à 2,1% en 1931) pour défendre son stock d'or sans pour autant relancer la production directement (Aiginger, 2009). Le Royaume-Uni a mis un temps certain à réagir sur le plan monétaire mais fut le premier pays à se séparer du modèle étalon-or, qui prévenait de l'inflation, pour relancer l'économie. Pour des raisons diverses, les deux pays ont accepté de dévaluer leur monnaie. Par contre, l'Allemagne ou encore l'Autriche, pour éviter une fuite des capitaux plus importante, ont augmenté fortement leur taux d'intérêt à court terme jusqu'à 7%. Les pays comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni firent de même en 1932 pour défendre leur monnaie (*Tableau 3.1*). Le problème de liquidité provenant de l'économie et évoqué plus haut pour les banques (Schlenkhoff, 2009), n'a pas reçu de réponse appropriée avant la 4<sup>ème</sup> année de crise. Les gouvernements n'ont pas compris directement l'importance de l'accès aux crédits pour les banques et l'industrie.

### **5.2.2. Grande récession : Cohésion et cohérence de la réponse**

En opposition à la réaction des années 30, on voit clairement la réponse monétaire. Adrian et Shin (2009) voient la politique comme nécessaire pour maintenir une stabilité financière. Ils suggèrent de connecter les taux de changes variables et le prix des produits mais l'impact des politiques monétaires est surtout influencé par les innovations monétaristes (Sims, 1992). Ce qui nous laisse penser que l'influence de tels politiques sont plus modérés que l'abandon de l'étalon-or et la dévaluation de la valeur des monnaies. Ainsi, certains travaux (Abbassi et Linzert, 2011) montrent une baisse de l'efficacité d'une diminution des taux d'intérêt à court terme pendant une crise financière. Elle est quand même compensée lorsque la réduction de ces taux est conjuguée avec une expansion de la monnaie de la part des gouvernements.

Par conséquent, les gouvernements ne mettent pas plus de 10 mois pour baisser le taux d'intérêt en reprenant les données des *Graphique 3.1* et *Tableau 3.1*. La moyenne de la hausse annuelle de la base monétaire pour le monde est comprise entre 8,7% et 12,1% (selon le *Tableau 5.2*) (avril 2008=100). Dans une étude économétrique qui cherchait à prouver l'incidence du *gold standard* sur le PIB (Almunia et al., 2010), avec le retrait de l'endogénéité, on constate bien l'existence d'une relation négative entre la croissance du PIB et l'étalon-or. Ce dernier empêche les politiques monétaires expansionnistes de s'exprimer. La réactivité se voit dans le *Tableau 5.2* avec, dès la première année après la crise, une baisse de 3,2 du taux d'intérêt à court terme mondial (Aiginger, 2009). L'effet s'est donc fait ressentir rapidement mais par la suite, lorsque les taux approchent 0%, l'impact en devient de plus en plus réduit voire inexistant. C'est pourquoi il n'est pas nécessaire de considérer les politiques monétaires au-delà de 2009 (Almunia et al., 2010).

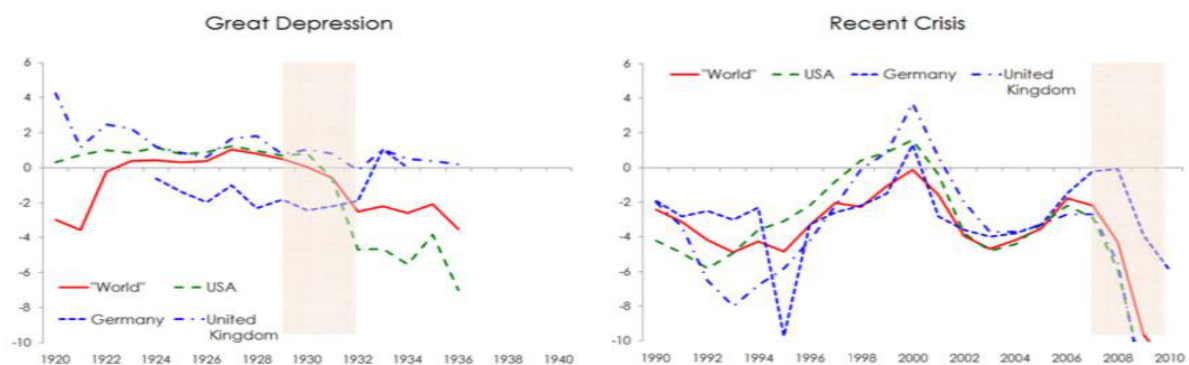
## 5.3 Politiques fiscales

### 5.3.1. Grande dépression : inexistence de réponses contra-cycliques

Aux Etats-Unis, la politique du président Hoover était de promouvoir la stabilité des salaires en réduisant les charges patronales pour que les industries maintiennent les salaires nominaux constants. En contrepartie, la volonté de garder une balance budgétaire stable a engendré une hausse des taxes et une baisse drastique des dépenses gouvernementales. La stabilité financière de l'état était à l'époque la clef pour la relance économique (Bradford De Long, 1998). La majorité des politiques fiscales était destinées à étouffer l'effet des stabilisateurs automatiques<sup>58</sup>. On a vu dans le *Tableau 4.2* que les changements en deux ans ont été très contenus, confirmant la volonté des pays de ne pas s'endetter pour relancer l'économie. La hausse générale des différentes taxes locales américaines dès 1932 a eu pour effet pervers de bloquer les stabilisateurs. Ainsi, on note une croissance du déficit publique de 4,7% (du PIB) en 1932 à 7% en 1936 (Aiginger, 2009). La ligne politique de beaucoup de pays, notamment le Royaume-Uni, était de garder un surplus budgétaire. En regardant les chiffres de la dette mondiale relative au PIB mondial de 57% en 1929 à 65% en 1931, l'effet est imputé aux recettes fiscales qui font défaut en lien avec le déclin de l'activité économique.

Or, Almunia et al., (2010) ont constaté que l'effet (exempt d'endogénéité) des dépenses gouvernementales créant un déficit encourage une croissance de la production et de l'emploi et ce, d'autant plus avec des pays en surplus. En d'autres termes, la situation budgétaire qui était relativement bonne en 1928 en fonction des pays nous laisse supposer que l'impact d'une telle politique aurait été significatif.

**Graphique 5.1 – Comparaison de l'évolution du budget gouvernemental.**



Source: WIFO calculations using Mitchell 1999 (Central Government), OECD (General Government, net lending), IFS Yearbook.

<sup>58</sup> Le cycle économique en récession, va faire baisser les recettes fiscales. Les stabilisateurs automatiques vont dans un second temps jouer sur le marché de l'emploi et réduire l'*output gap* pour que la production augmente à nouveau. Les recettes fiscales dans le futur vont faire de même à condition que le gouvernement accepte d'encourir des pertes fiscales sur le cycle actuel (Bogaert, 2015).

### 5.3.2. Grande récession : relance en ligne avec la politique monétaire

Pour terminer, les stimuli financiers ont un effet significatif sur la relance lors d'une crise qui est d'autant plus forte dans un pays qui est peu endetté (Kannan, Scott et Terrones, 2009). Les gouvernements ont appris de leurs erreurs et par exemple aux Etats-Unis (Temin, 2010), c'était considéré comme moins risqué d'alourdir la dette que de laisser s'installer la dynamique déflationniste (Auerbach et Gale, 2009). A l'instar d'Aiginger (2009) qui conseille de laisser les stabilisateurs automatiques fonctionner, de recapitaliser les banques et les firmes en leur fournissant des garanties et ajouter des stimuli fiscaux. Les Etats-Unis, la Chine et le Royaume-Uni ont principalement favorisé ces derniers et les pays européens dans une moindre mesure, on peut regarder la composante fiscale avec la balance budgétaire qui accroît le déficit américain de 2,9% du PIB en 2007 à 14,2% (Tableau 4.2). Que cela soit avec une augmentation des investissements gouvernementaux, des subsides aux entreprises ou une réduction des taxes sur les individus, les politiques donnent des résultats qui diffèrent suivant les pays<sup>59</sup> (OCDE, 2009). De manière globale, le niveau mondial de la dette gouvernementale par rapport au PIB a augmenté de 10% sur la première année de crise et 8% la seconde (passant de 68% à 86%), la balance fiscale mondiale allant dans le même sens de -1,7% du PIB à -7,8% en début 2010. Almunia et al. (2010) montrent qu'économétriquement, l'effet des stimuli est bénéfique (encore plus quand l'endogénéité est retirée par un effet de *cross-country*) lorsqu'un pays est moins endetté à la base de l'implémentation de la politique. D'un point de vue financier, la baisse du protectionnisme se montre significative en permettant d'augmenter la croissance via les investissements domestiques promus avec la circulation des biens et des capitaux entre les frontières (Bussière, Pérez-Barreiro, Straub et Taglioni, 2010). Dans le Tableau 5.2, on remarque un niveau général des droits douaniers plus faibles durant la dernière crise, aidant ainsi à contrer les transferts de capitaux et à lutter contre le problème de liquidité.

On peut faire une dernière parenthèse en suivant le lien entre les crises financières et la crise de la dette qui suit (Reinhart et Rogoff, 2008 b). En Grèce, la politique fiscale s'est retournée contre l'état, financé principalement par les banques grecques. Ces dernières faisant faillite, les stabilisateurs automatiques n'ont pas réellement joué leurs rôles. La reprise de dette de l'état n'a pu se financer par l'émission de bons gouvernementaux qui perdaient en valeur (Arghyrou et Tsoukalas, 2010). Et donc, avec la bulle immobilière, la perte de valeurs de ces bons a placé la Grèce dans une situation déficitaire tellement importante que l'Union européenne n'avait d'autre alternative que d'aider le pays à se refinancer en restructurant sa dette (de Haan et Mink, 2013).

---

<sup>59</sup> Les multiplicateurs keynésiens (Baum, Ploplawski-Ribeiro et Weber, 2012) varient en fonction de politiques et de la sensibilité des agents économiques face aux mesures fiscales. Le mécanisme est expliqué plus loin dans le chapitre 6.

## 6. Preuves : Implications théoriques

Dans cette dernière partie, nous étudierons les causes et la résolution des 2 crises sous des angles théoriques au travers des 2 grandes écoles qui influencent la pensée économique.

### 6.1. Aspects théoriques concernant les causes d'une crise

Tout d'abord, l'origine des deux crises n'est pas similaire car pour 1929, c'est un crash boursier qui met le feu aux poudres en faisant dévaluer les valeurs des actifs. Les capitalistes étrangers ainsi que les banques et corporations américaines ont retiré leur « call money »<sup>60</sup> des marchés provoquant de grosses pertes pour les investisseurs individuels (Kindelberger, 2013). On en déduit que la cause fondamentale est la détérioration des actifs via leur prix, à la suite d'une éventuelle surestimation (de Crombrughe, 2016). C'est le point de départ car les agents économiques subissant des pertes veulent retrouver des liquidités et vont se tourner vers les institutions bancaires et financières. On se retrouve dans un problème d'équilibre multiple avec des niveaux de confiance différents (Diamond, et Dybvig, 1983). On fait face alors à une prophétie auto-réalisatrice qui opère en l'absence délibérée de contrôle institutionnel et où les peurs se transforment en réalité (Merton, 1948). C'est pourquoi les institutions financières sont mises sous pression quand le taux d'intérêt augmente brusquement (Obstfeld, 1996). Les banques doivent pouvoir fournir les dépôts de ses clients qui sont liquides (à court terme) tout en ayant à l'actif de son bilan des biens qui le sont beaucoup moins (Pensieroso, 2016). Pour ce faire, les banques doivent liquider tous leurs actifs, même si tous les épargnants ne se retirent pas, car les ventes se font à perte (Diamond, et Dybvig, 1983).

#### 6.1.1. Un modèle théorique décrivant la panique bancaire

Pour résumer notre problématique, nous pouvons avoir recours à un modèle à générations imbriquées (Samuelson, 1958)<sup>61</sup> où trois générations se succèdent. D'après l'ouvrage de Champ, Freeman et Haslag (2016)<sup>62</sup>, chaque agent est doté lors de la première période de sa vie d'un revenu pour consommer dans le futur. Ensuite, deux choix s'offrent à lui, soit stocker ce revenu et n'en attendre aucuns rendements ou alors, l'investir dans une institution pour le faire fructifier. Cette dernière option offre des rendements supérieurs pour la dernière période (3) mais pour la période intermédiaire (2), le rendement du capital est inférieur à celui de l'option de stockage. D'un point de vue macroéconomique, la moitié de la population aura besoin de consommer en période intermédiaire

---

<sup>60</sup> C'est l'argent prêté par une banque ou une institution financière qui peut être remboursé sur demande et non pas prévu à un terme. Des conditions renforcées concernant la liquidité mène une hausse du taux d'inérêt de la "call money" (*Retrieved from The Economic Times*).

<sup>61</sup> Modèle où la conception des agents économiques est telle que les investissements peuvent être considérés car la notion temporelle y est incluse avec les différentes générations. Allais (1947) et Samuelson (1958), sont les premiers à établir des théories admettant cette hypothèse.

<sup>62</sup> *Modeling Monetary Economies 4th edition* utilisé par Pensieroso (2016) pour l'étude du risque bancaire dans le cadre du cours de macroéconomie monétaire et financière.

tandis que l'autre devra consommer en période finale. Une information que l'individu ne connaîtra qu'une fois son choix d'investissement en première période effectué. Sachant cela, la banque peut remplir son rôle en transformant des actifs peu liquides en actifs plus liquides (Diamond et, Dybvig, 1983). Or, la problématique économique qui nous concerne est l'asymétrie de l'information (Flannery, 1986)<sup>63</sup> dont en réalité, la banque ne dispose pas. Supposons qu'une rumeur (qui va s'avérer auto-réalisatrice) se répande sur le manque de liquidité de la banque, les investisseurs qui doivent consommer en dernière période vont vouloir retirer leurs dépôts avant l'échéance. Et parce que la valeur de ces dépôts est supérieure à celles issues de la vente des actifs, le problème de liquidité se transforme en problème de solvabilité (Diamond et, Dybvig, 1983). On est dans une situation de mauvais équilibre de Nash où tous ceux qui doivent consommer en période intermédiaire ne peuvent pas et les autres qui ont prélevé leur revenu avant le terme prévu récoltent moins qu'attendu (de Crombrughe, 2016). De ce fait, le problème s'étend aux autres institutions financières considérées comme « saines » car n'ayant pas élaborés de schémas financiers complexes et vulnérables comme évoqué dans la partie sur les typologies de crise.

### **6.1.2. Les solutions théoriques proposées par le modèle**

Premièrement, Champ et al. (2016) suggèrent des prêts interbancaires à un taux d'intérêt supérieur à celui proposé aux investisseurs pour éviter toute possibilité de profit lié à l'arbitrage<sup>64</sup>. Ce cas de figure existe bel et bien dans la réalité. Néanmoins, lorsque la confiance se perd entre les banques, cette solution n'est plus envisageable. De plus, il y a détérioration d'actifs dans la majorité d'entre elles, cette solution permet seulement de ralentir une crise, apparemment inévitable.

Ensuite, on pourrait considérer une limite quant au montant des retraits en espèce pour « convertibilité restreinte »<sup>65</sup>. Cela permettrait de se défaire du problème d'équilibre multiple dans le cas où la proportion de la population ayant vraiment besoin de consommer en période intermédiaire est fixe et connu. Dans la réalité, cette proportion est aléatoire et ne limite pas le nombre d'agents ayant un incitant à retirer leur dépôt avant échéance (Pensieroso, 2016). En complément, les principes de confiance d'une banque fonctionnent sur le fait que les épargnants déposent leurs montants sachant qu'ils peuvent les retirer à tout moment.

---

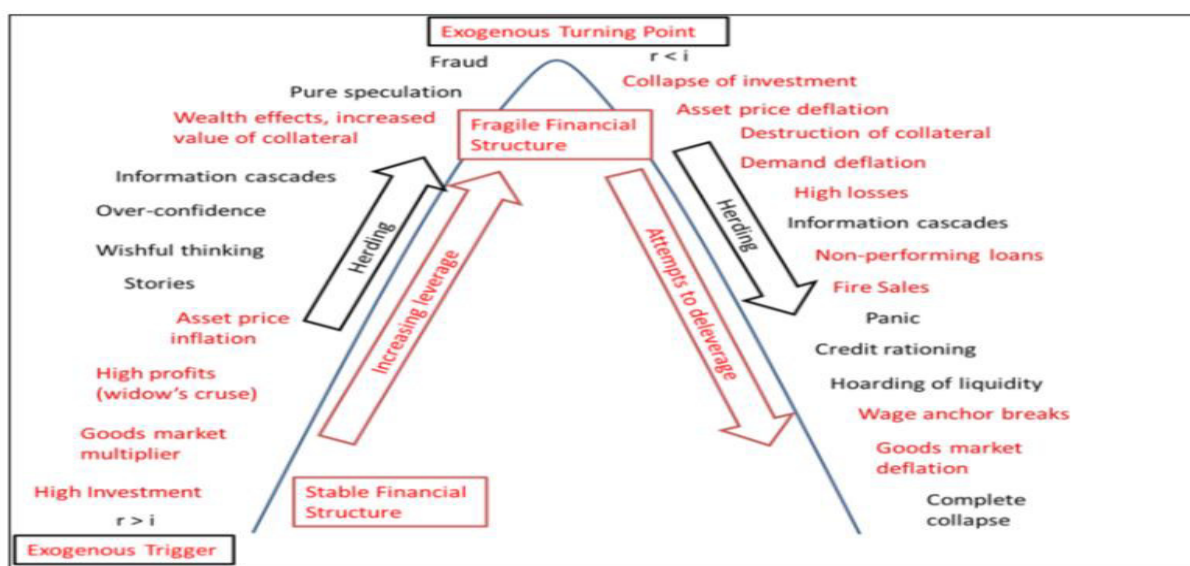
<sup>63</sup> Un parallélisme peut être fait entre le calcul d'une prime sur défaut et le comportement des firmes face à l'incertitude de l'investissement avec notre problématique. Flannery (1986) a démontré de par son modèle qu'une corrélation entre la maturité de la dette et l'actif sous-jacent existait, ce qui a influence sur la structure des échéances du risque de la dette.

<sup>64</sup> Décrit comme le gain réalisé par les agents économiques profitant d'une différence de prix ou ici, de taux d'intérêts pour pouvoir s'octroyer une marge bénéficiaire en souscrivant un emprunt et en prêtant par la suite (de Crombrughe de Picquendaale, 2016). Situation qui tend à disparaître sous les hypothèses de concurrence parfaite mais certains modèles plus généraux considérant des marchés continus et complets qui prennent en compte cet arbitrage sans considérer des contraintes d'équilibre ou sur des hypothèses de neutralité de risque (Platen, 2002). En annexe Figure A-6.1, les taux d'intérêts pour le cas particulier des Etats-Unis concernant les emprunts auprès de la réserve fédérale pour procurer des liquidités aux banques américaines.

<sup>65</sup> Ce fut le cas pour les paniques de 1893 et 1907 où les épargnants ne pouvaient plus que convertir un montant certain en or et non pas en espèce (Sprague, 1910). Hypothèses reconsidérées ensuite par Allen et, Gale (1998).

Enfin, l'état peut se porter garant au travers d'une assurance sur dépôt pour que les consommateurs de la dernière période reçoivent leurs dus. Cette assurance peut être financée par une taxe sur les investisseurs consommant en période intermédiaire lorsque celui-ci est fixe et connu (comme dans la proposition précédente). Dans la réalité, le gouvernement peut financer cela par une hausse de la dette publique. Les fonds nécessaires seront puisés avec l'émission de nouveaux bonds ou par réduction du budget qui va mener à une hausse des taux d'intérêts et un ralentissement de l'activité économique, appelé également récession (de Crombrughe, 2016). Le tout est résumé par Detzer et Herr (2014) dans le *Graphique 6.1* :

**Graphique 6.1 – Boom et déclin stylisés lors d'une crise financière.**



Source: own illustration

Notes:  $r$  = marginal efficiency of capital,  $i$  = money interest rate, Red = Objective Factors, Black = Subjective Factors

## 6.2. Explication d'un point de vue monétariste

C'est une vision où l'effet de la variation des prix sur l'économie a un impact sur la production. Les taux d'intérêt ne sont pas considérés comme seuls représentants des cycles économiques. La politique fiscale peut se révéler neutre voire néfaste. Les effets *ricardiens* sont la preuve que la soutenabilité de la dette rend une politique fiscale inopérante car l'impulsion gouvernementale n'est pas supportée par l'effet du multiplicateur keynésien à cause de l'endettement du pays (Bogaert, 2015).

### 6.2.1. Problématique du système monétaire qui limite l'effet d'une relance

Selon Peter Temin (*as cited in* Bernanke, et James, 1991) le principal défaut du système étalon-or réside dans l'asymétrie des flux d'or entre les pays en surplus et ceux en déficit dans l'optique d'une politique monétaire. Nous pouvons considérer la contrainte budgétaire d'un gouvernement comme telle (Pensieroso, 2016) :

$$p_t N_t g_t + R_{t-1} D_{t-1} = p_t N_t \tau_t + (M_t - M_{t-1}) + D_t \quad (6.1)$$

où à gauche, on a les dépenses et à droite, les recettes gouvernementales avec  $N$  qui équivaut à la population ;  $M$  la base monétaire d'une devise ;  $D$ , la dette financée par les bons d'état ;  $\tau$ , la taxe individuelle appliquée à un agent économique ;  $R$ , les intérêts sur la dette et  $p$ , le niveau des prix. Chaque indice faisant référence à l'année  $t-1$  ou  $t$ . Lorsqu'on divise l'équation par le niveau général des prix, on obtient (Pensieroso, 2016) :

$$N_t g_t + (R_{t-1} D_{t-1})/p_t = N_t \tau_t + (M_t - M_{t-1})/p_t + D_t/p_t \quad (6.2)$$

Le problème est que les dettes pouvaient être exigées en or et pour éviter une réduction du stock d'or trop importante, les pays déficitaires devaient, afin de maintenir une certaine stabilité du niveau, opter pour une réduction de l'offre de monnaie. Dans l'équation (3.2) car  $p_t$  est maintenu constant, *ceteris paribus*, une variation positive de  $D_t$  coïncide avec une variation négative de  $M_t$ .<sup>66</sup> Alors qu'en contrepartie, les pays en surplus n'ont aucun incitant à élargir leur base monétaire et peuvent stocker le surplus d'or (Bernanke, et James, 1991). En plus, les banques centrales considèrent des seuils d'or à respecter dans leurs passifs ce qui constitue une limite inférieure (sans aucune supérieure) et rend la réduction de l'offre de monnaie beaucoup plus importante par rapport au seul stock d'or et non plus le total des passifs ( $D_t$  à droite dans l'équation (6.1)). On peut faire état alors d'un biais déflationniste en défaveur des pays déficitaires (Bernanke, et James, 1991).

En parallèle, le fonctionnement peut s'appliquer en détenant des devises étrangères plutôt que de l'or pour des motifs : de sécurité, d'emprise sur la politique monétaire du pays concerné mais également de profit en jouant sur les différences de taux d'intérêts entre l'actif et le passif des banques centrales (Kindelberger, 2013, pp.67-68)<sup>67</sup>. Eichengreen (*as cited in* Bernanke, et James, 1991) constate que ces réserves pyramidales impactent la sensibilité de l'offre de monnaie sans pour autant clairement y établir une preuve statistique.

### 6.2.2. Similitude de variation de l'offre monétaire mais pour des motifs divers

Tout d'abord, lorsque l'on prend séparément l'agrégat monétaire avant les deux crises, on a une liquidité qui s'accroît amplement et facilite les conditions d'obtention de crédit comme l'ont constaté Friedman et Schwartz (1993, pp. 270-298) dans leur étude sur l'histoire monétaire des Etats-Unis en faisant référence aux modèles monétaristes. Pensieroso (2015) explique un lien entre l'agrégat

<sup>66</sup> Fisher (1911) établit un lien entre la dette et la déflation. Pour une croissance des prix négative, les actifs perdent en valeur et ne suffisent plus pour régler les dettes dans un contexte de baisse de la confiance qui va mener à un problème de liquidité et une ruée bancaire.

<sup>67</sup> Kindelberger (2013) fait état de la relation querelleuse entre la Banque de France qui augmenta ses avoirs en livre sterling de 5,3 millions en 1926 jusqu'à 160 millions en mai 1927 et la Banque d'Angleterre. Cette dernière étant sommée de relever ses taux d'intérêts pour limiter le flux de capitaux s'échappant vers la France et espérant que ceux-ci stabilisent leur prix en transformant leurs créances en mettant ainsi fin à une hausse spéculative.

monétaire (M1)<sup>68</sup> qui prédit le PIB par le choix entre la monnaie ou les dépôts via un modèle à génération imbriquée (pensé par Samuelson). Définissons  $H_t$  comme *inside money* qui est l'ensemble des dépôts,  $Q_t$  la valeur réelle de l'*outside money* qui représente le liquide total ainsi que  $s$  qui est le rendement des dépôts qui va déterminer la préférence pour la monnaie ou les dépôts bancaires. Par conséquent si  $s$ , le rendement des dépôts, augmente (*sic.* diminue), le ratio dépôt-sur-monnaie (*deposit-to-currency ratio*)  $1/k = H_t/Q_t$  va augmenter (*sic.* diminuer). A partir de là, on peut établir le lien avec le niveau de prix ( $p_t$ ) en égalisant l'offre  $M_t$  et la demande de monnaie  $p_t Q_t$  :

$$p_t = M_t/Q_t \quad (6.3)$$

Et par définition de l'agrégat monétaire M1 on sait qu'il équivaut à :

$$M1_t = M_t + p_t H_t = (1 + H_t/Q_t) M_t = (1 + (1/k)) M_t \quad (6.4)$$

Il en va de même pour les autres agrégats monétaires (M2 et M3) qui vont varier en fonction du multiplicateur, ici  $(1 + (1/k))$ , de la base monétaire. Friedman et Schwartz (1993) ont montré une hausse de ce multiplicateur via une hausse du ratio dépôt-sur-monnaie. Le multiplicateur est aussi variable au coefficient de réserve des banques  $\gamma (<1)$ , qui est la quote-part que les banques ne peuvent pas investir pour pouvoir répondre à la demande de liquidité<sup>69</sup>. Plus ce coefficient est élevé, plus la création de monnaie en est réduite. Il convient donc de l'introduire dans l'équation (6.4) :

$$M1_t = ((k+1)/(\gamma+k))M_t \quad (6.5)$$

Dans cette dernière (Fратиanni et Giri, 2015), on constate que la création de monnaie s'effectue grâce à des investissements bancaires, un faible coefficient de réserve ainsi que les dépôts des ménages qui permettent ces investissements et donc un faible ratio monnaie-sur-dépôt.

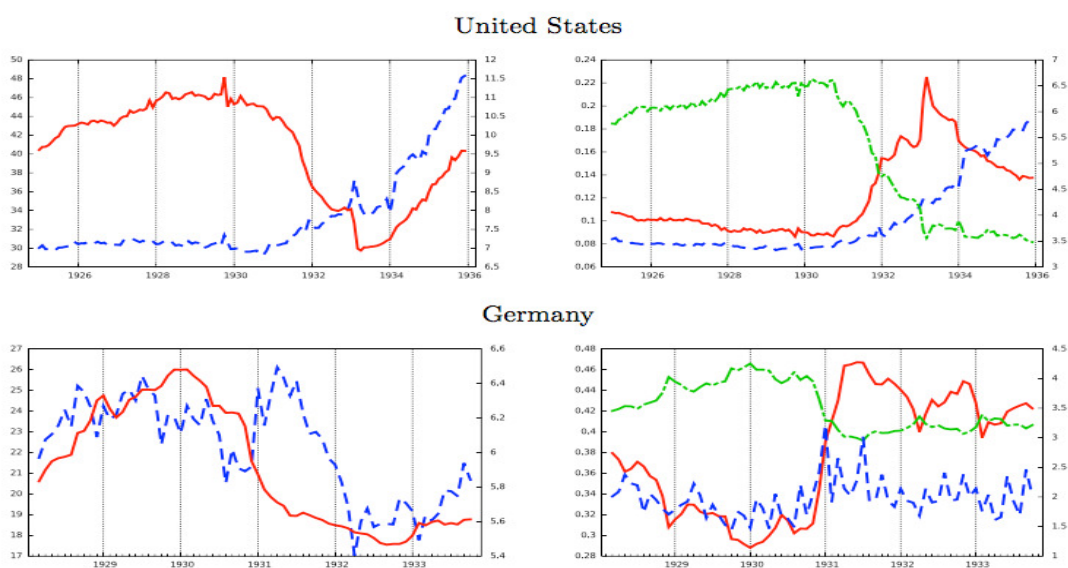
Dès lors, les agents économiques investissent de manière croissante, surtout en bourse, ce qui conduit à une bulle spéculative. Quand celle-ci éclate, c'est la course à la liquidité. En effet, comme les actifs sur lesquels les investisseurs avaient mis perdent subitement en valeur, leurs inquiétudes se reportent sur la pénurie liquidité. Dans la course à la liquidité, le multiplicateur présenté diminue,  $k$  augmente (*currency-to-deposit ratio*) et nous sommes face à une contraction de la monnaie en circulation dans l'économie qui aura un lien avec les productions. Une preuve que l'on retrouve bien dans les causes parce qu'on part bien d'une problématique sur le marché boursier avec la spirale inflationniste puis par la suite, la contraction apparaît (et se reflète sur le marché de la monnaie) et va se répandre dans le réseau bancaire via la panique. Le manque de liquidité dans les banques et dans les entreprises, via le crédit, ne se solutionne pas avant 1933. Les cas américains et allemands sont mis en évidence dans le graphique qui suit, surtout le changement en 1931 où le stock boursier a son impact. Mais l'effet sur les banques et le comportement des agents (via le ratio  $k$ ) n'en ressent les effets que de manière postposée (Fратиanni et Giri, 2015).

<sup>68</sup> M1 qui est l'agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie en circulation et les dépôts de maximum deux semaines détenus auprès du FMI et du gouvernement.

<sup>69</sup> Dans le bilan d'une banque, à l'actif on retrouve les investissements et les réserves quant au passif, les dépôts et la valeur net de cette dernière.

Comparativement, Artus et al. (2008) ont également démontré que la liquidité se développe amplement avec le stock de réserve de change au début du siècle. Même si les théories expliquent partiellement la crise de 2008, on notera que le ratio monnaie-sur-dépôt est plus ou moins stable mais que c'est bien dans le système interbancaire avec un manque de réserve qui a posé un problème. Les banques ont émis des titres sur prêts pour libérer des fonds propres (au passif) mais sans prendre de précaution au regard de la liquidité, en ayant suffisamment de réserves. D'un manque de liquidité, on passa à l'insolvabilité des banques<sup>70</sup>. C'est pourquoi le coefficient de réserve  $\gamma$  ici, est extrêmement bas, ce qui explique le développement monétaire avant la contraction et l'augmentation de  $\gamma$  pour répondre de la manière la plus optimale au niveau monétaire (Fратиanni et Giri, 2015). Mais, c'est bien le changement dans l'utilisation des liquidités qui a un rôle prépondérant et non la création monétaire en tant que telle sur la production via les crédits bancaires :

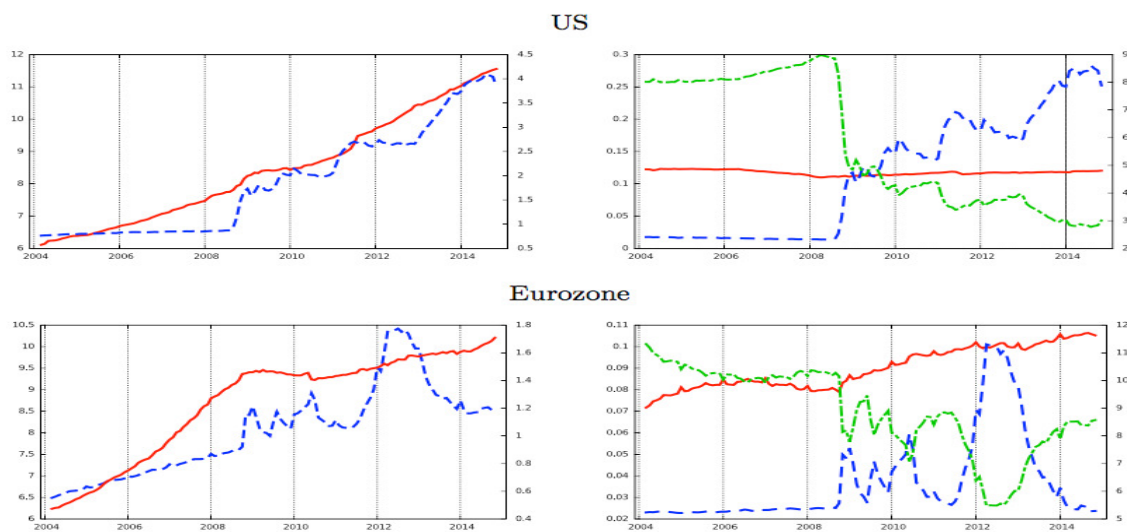
**Graphique 6.2 – Base monétaire et Agrégat monétaire (sur la gauche ; en million de million de monnaie locale de l'époque), ratio de monnaie-sur-dépôt et de réserve-sur-dépôt et multiplicateur de la monnaie (à droite), Etats-Unis et Allemagne, Grande Dépression.**



Source: Data appendix. US: Monetary base (blue line, dashed, right axis), Monetary aggregate (red line, left axis), currency-deposits ratio (red line, left axis), reserves-deposits ratio (blue line, dashed, left axis), money multiplier (green line, dashed, right axis). Germany: currency-deposits ratio (red line, left axis), reserves-deposits ratio (blue line, dashed, right axis, percentage), money multiplier (green line, dashed, right axis).

<sup>70</sup> Insolvabilité se présente quand, dans ce cas, la banque ne parvient pas remplir ses obligations envers ses créanciers et payer ses dettes arrivant à échéance car ses débiteurs sont aussi insolvables (Bordo et Landon-Lane, 2010). On le remarque avec une chute des prêts interbancaires et une hausse de l'excédent de réserve, marquant la baisse de confiance sur solvabilité de chacune. En annexe Frатиanni et Giri, (2015) le montre avec la Figure A-6.2.

**Graphique 6.3 – Base monétaire et Agrégat monétaire (sur la gauche ; en trillion de dollars et d’euro), ratio de monnaie-sur-dépôt et de réserve-sur-dépôt et multiplicateur de la monnaie (à droite), Etats-Unis et zone Euro, Grande Récession.**



Sources: Data appendix. Monetary Base (blue line, dashed, right axis), Monetary aggregate (red line, left axis), currency-deposits ratio (red line, left axis), reserves-deposits ratio (blue line, dashed, left axis), money multiplier (green line, dashed, right axis).

### 6.3. Explication du point de vue néoclassique

Pour cette partie, un commentaire a le mérite d’exister afin de nuancer ce point de vue concernant la neutralité de la monnaie. Selon Keynes (1934), le stock de monnaie en circulation n’influence pas la croissance des prix mais seulement le taux d’intérêt. La variation des prix est totalement absorbée sur le marché de l’emploi, dans les salaires. Une élasticité parfaite provient d’une adaptation parfaite des salaires et des profits (et donc du revenu disponible) similaire à la variation des prix de l’output (tiré de la théorie des fluctuations d’Hayek et Wicksell) (Detzer et Herr, 2014). La politique monétaire peut être considérée comme neutre sur les prix, avec seulement une modification des taux d’intérêt qui aurait une influence sur l’investissement.

#### 6.3.1. Stimuli fiscaux via un déficit gouvernemental

Dans ce paragraphe, il est intéressant de faire une analogie entre notre réponse à la crise et le modèle IS/LM. Faisons l’impasse sur le développement mathématique, et mettons en exergue l’identité macroéconomique du revenu sur le marché des biens (IS) de Keynes<sup>71</sup>, supposant la neutralité de la monnaie (*as cited in Bogaert, 2015*) :

$$Y = C + I(r) + G + (X - M) \quad (6.6)$$

Où Y est le revenu, C la consommation de la population, I les investissements, r les taux d’intérêt, G

<sup>71</sup> La théorie du multiplicateur keynésien (Baum, Ploplawski-Ribeiro et Weber, 2012), expliquant l’impact plus important (du au facteur multiplicateur) que la variation initiale de l’investissement, les dépenses gouvernementales et les exportations compte tenu de la propension marginale à consommer, la quote-part de taxation et la propension marginale à importer (Bogaert, 2015).

les dépenses gouvernementales, X les exportations et M les importations. Ensuite, on y introduit les taxes, les transferts et la dette publique qui modifient la consommation (Bogaert, 2015) :

$$Y = (1/(1-c(1-t)+m)) \cdot (c_0 + c((Tr+i \cdot B_{t-1})/P) + I + G + X) \quad (6.7)$$

Où c est la propension marginale à consommer,  $c_0$  est le montant fixe de consommation, m la propension marginale à importer, t le taux de prélèvement obligatoire, Tr les transferts aux ménages ou aux entreprises, i le taux d'intérêt sur de la dette et  $B_{t-1}$  le montant de la dette de la période précédente. Les effets d'un stimulus fiscal via G ou Tr vont se caractériser via un effet multiplicateur qui n'est d'autre que la dérivée de l'équation (6.7) en fonction de ces deux variables ce qui donne :

$$\delta Y / \delta G = (1/(1-c(1-t)+m)) \quad (6.8)$$

$$\delta Y / \delta Tr = (c/(1-c(1-t)+m)) \quad (6.9)$$

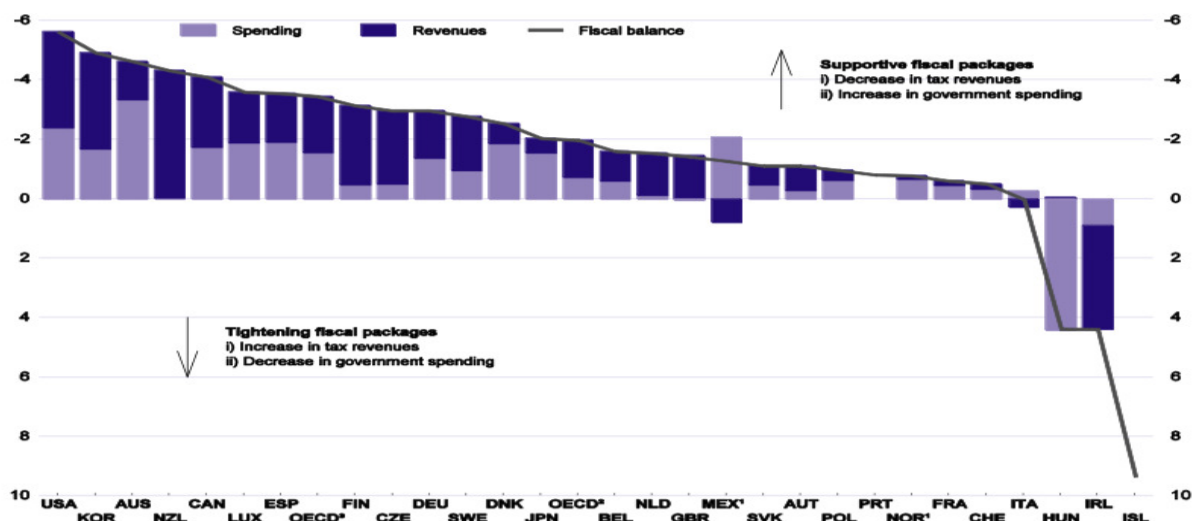
Ensuite, on peut distinguer via une modélisation dynamique, une réduction des effets du multiplicateur dû à l'adaptation de la consommation au choc. En conséquence, les multiplicateurs à court terme sont moindres que ceux à long terme où  $\lambda$  est le coefficient du correcteur de modèle (« ECM ») qui réduit l'impact via le comportement des agents économiques à court terme (Bogaert, 2015) :

$$\delta Y / \delta G = (1/(1-\lambda c(1-t)+m)) \quad (6.10)$$

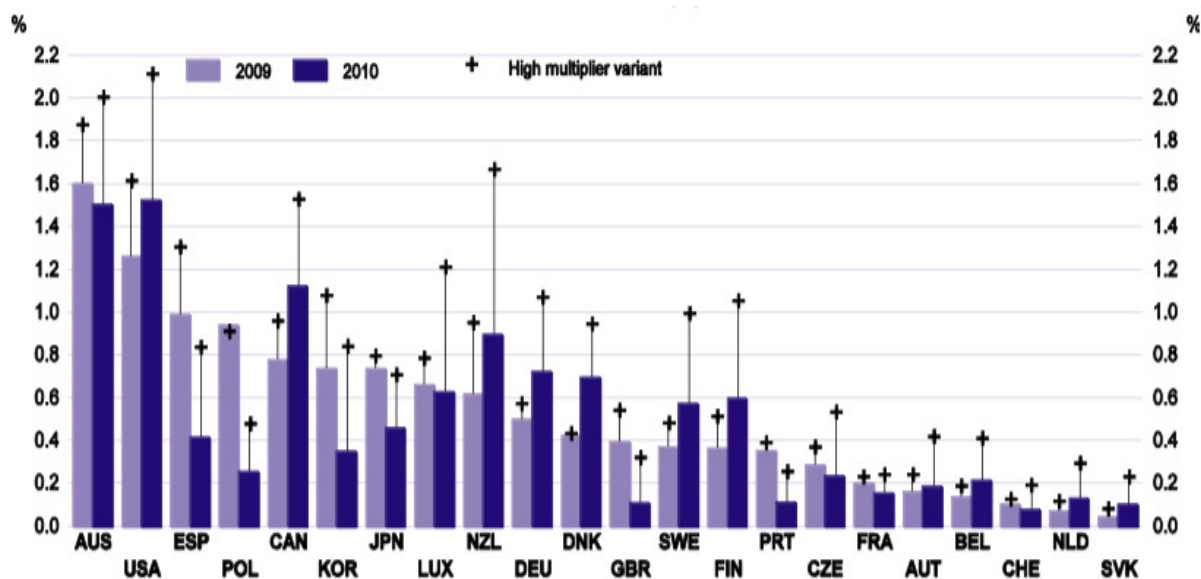
$$\delta Y / \delta Tr = (\lambda c / (1-\lambda c(1-t)+m)) \quad (6.11)$$

Les effets à court terme semblent être moins importants. Les dépenses gouvernementales bénéficient, semble-t-il, d'un plus grand effet multiplicateur que des réductions de taxes, même la taxe de sur la personne (Alesina, 2012 ; OECD, 2009). En ce qui concerne la crise financière de 2008, on note, avec des issues diverses pour chaque pays, une réponse nettement plus appropriée avec une politique fiscale influençant le PIB à court terme (Bogaert, 2015) comme en témoignent les deux graphiques qui suivent :

**Graphique 6.4 – Impacts cumulés des stimuli fiscaux sur la balance fiscale, en % du PIB, 2008-2010.**



Graphique 6.5 – Effet du multiplicateur keynésien sur le PIB, en %, 2009-2010.



### 6.3.2. Critique du modèle

D’abord le modèle ne tient pas compte de l’effet des prix sur l’activité car la vélocité de la monnaie n’est pas considérée et l’offre sur marché de la monnaie (LM) est inélastique, faisant simplement varier le taux d’intérêt. Le modèle précédent explique difficilement la croissance monétaire comme vecteur principal de reprise économique (pour la crise récente tout au moins) mais montre bien un changement dans le paysage monétaire qui influence la problématique de liquidité et de solvabilité. C’est pourquoi Alesina (2012) pense qu’une politique monétaire en adéquation (une dévaluation par exemple) renforce le résultat des stimuli fiscaux via les prix<sup>72</sup>.

Ensuite, le théorème « *d’équivalence Ricardienne* » selon lequel : des individus à un moment t, bénéficient d’une réduction de ses taxes financée par le déficit public, rembourseront en t+1 via le financement de bons gouvernementaux et donc vont payer eux-mêmes à l’avenir cette réduction. L’effet d’une politique fiscale sur le cycle de vie d’un individu sera neutre (Pensieroso, 2016). Ferri (as cited in Almunia et al., 2010) estime que le changement de la balance budgétaire des Etats-Unis pendant la grande récession provient majoritairement des stabilisateurs automatiques. De plus, il est peu aisé de calculer avec certitude les montants exacts des multiplicateurs keynésiens car ils sont parfois surestimés (dans les théorie classique) ou sous-estimés (dans les théorie *Ricardienne* (Alesina, 2012 ; Almunia et al., 2010).

Enfin, le fonctionnement de ce genre de politique soulève aussi la question de soutenabilité du

<sup>72</sup> Dans les années 80 en Irlande, les avantages de la politique fiscale se sont fait ressentir aussi via une dévaluation de la monnaie (Alesina, 2012).

financement de la dette publique. Si il n'y a pas de destruction du capital, c'est que la charge de la dette est supportée par le système économique et notamment les consommateurs. Un pays trop endetté engendre une perte de confiance de la part de ses agents et l'effet dans le futur sera probablement néfaste. Dans un modèle à deux générations imbriquées (Samuelson, 1958) : avec une croissance de la population  $n$ , qui n'est d'autre que la croissance du revenu car chaque individu est doté d'une rémunération constante. La croissance monétaire  $z$ , qui a pour seul substitut, le financement de la dette publique avec un rendement de  $x$ . Il faut nécessairement que  $z > n/x$  pour que les individus détiennent de la liquidité. L'état va pouvoir financer en respectant une limite supérieure tirée de la croissance de la population (*sic.* du revenu) que l'on résout de manière récursive pour obtenir le revenu initial de la période 0 qu'on linéarise pour la comparaison :

$$Y_t N_t = Y_t N_{t-1} n = Y_t N_0 n^t \rightarrow \ln(Y_t N_t) = t \cdot \ln(n) + \ln(Y_t N_0) \quad (6.12)$$

De la même manière, on obtient le montant de la dette  $B$  initiale en période 0 :

$$B_t = B_{t-1} x = B_0 x^t \rightarrow \ln(B_t) = t \cdot \ln(x) + \ln(B_0) \quad (6.13)$$

Pour un montant de la dette publique initiale inférieure au revenu initial, si  $n < x$ , alors le déficit n'est pas perpétuellement finançable qu'avec l'émission de bons mais seulement jusqu'au moment  $t$  (Pensieroso, 2016). C'est pourquoi, un élévation du niveaux de taxation est envisager dans le futur et maintenir un déficit stable. C'est ainsi que l'on observe des effets *Ricardiens* car les agents économique sont conscients que plus grand le déficit sera, plus importante leur contribution à l'avenir sera aussi. L'effet de dépenses gouvernementales a un impact moindre que celui des variations de taxation dans l'esprit collectif lorsqu'on se réfère aux effets *Ricardiens* (Alesina, 2012). Là encore, l'utilité globale à moyen terme reste à mesurer pour connaitre toute l'étendue d'une politique fiscale.

## 7. Conclusion

Il est assez complexe de pouvoir établir des faits exacts correspondants dans chaque crise tant les contextes ne sont difficilement comparables. A travers la littérature économique, nous avons élaboré la définition d'une crise financière, pour savoir ce que l'on traitait exactement et poursuivre l'analyse de manière empirique. Comme la théorie (Detzer et Herr, 2014) le résume, une crise est provoquée par un moment exogène où un boom économique se transforme au déclin. Et de là, découle un modèle de dette-déflation (Fisher, 1933) avec la dynamique des prix en berne qui impacte négativement la production et le commerce. Ce point basculant intervient à l'éclatement de la bulle spéculative du marché en octobre 1929 (Kindelberger, 2013). L'influence du déclin des entreprises a engendré la faillite des petites banques qui manquaient de liquidités avec la « *ruée bancaire* ». Cette crise bancaire a pris de l'ampleur en avril 1931 avec la faillite d'une banque importante en lien avec d'autres banques en Europe, le *Credit-Anstalt*. Alors qu'en avril 2008, la grande récession financière arrive avec la contraction de l'octroi de crédits et l'assèchement de liquidités sur le marché interbancaire (Artus et al., 2008). La propagation a été plus prompte en 2008 ce qui a mené à la faillite de *Lehman Brothers* en septembre et a plongé le système bancaire mondial dans la crise.

Comme étudié, les prix des matières premières, et les valeurs boursières étaient sur le déclin. L'absence d'inflation est également une des caractéristiques communes aux deux crises. Néanmoins, il est important de retenir l'ampleur des impacts plus importants sur la production, la décroissance des prix et le chômage durant la grande dépression. Tout cela s'est fait dans un climat où les économies étaient plus centrées sur elles-mêmes qu'au XXI<sup>ème</sup> siècle. Le protectionnisme moins présent après la libéralisation des échanges est la raison la plus plausible expliquant la synchronisation plus rapide des faits de la grande récession (Aiginger, 2009).

Ensuite, le fait marquant est la durée des crises qui montre l'adéquation de politiques plus apte à favoriser une relance. En effet, à la vue des divergences quant à la position des états vis-à-vis du modèle étalon-or, les initiatives monétaires se sont retrouvées limitées (Bernanke et James, 1991). Cela a été montré que, globalement, les politiques monétaires n'ont pas été prises en considération pour relancer la production mais uniquement pour maintenir les valeurs des monnaies fortes dans un premier temps. C'est seulement après 3 ans de crise en 1932 que la plupart des pays ont compris l'importance de l'innovation monétaire qui s'est faite via un abandon de l'étalon-or et une dévaluation renforcée par une baisse des taux intérêts. A contrario, en 2009 les liquidités se sont amplifiées et les taux d'intérêt à court terme ont très rapidement diminué pour promouvoir les investissements, et ainsi éviter de répéter les erreurs du passé.

Comme nous l'avons vu empiriquement, on l'a noté avec d'un côté un coefficient de monnaie-sur-dépôts grandissant, synonyme de contraction monétaire via le crédit, et de l'autre, une base monétaire croissante a influencé le ratio réserve-sur-dépôts vers la hausse (Fратиanni et Giri, 2015). La politique s'est attelée à éviter la problématique de la liquidité en laissant la peur de l'insolvabilité bancaire comme seul souci de la crise récente. Du côté de la composante fiscale, il y a 90ans, aucun transfert ou dépenses gouvernementales n'ont été mis en place pour relancer l'économie. Que du contraire, la volonté des gouvernements était de lutter contre les stabilisateurs automatiques et contenir d'éventuels déficits plus amples. Ce ne fut pas le cas en 2009, grâce à la coopération internationale, et cela a permis d'implémenter des politiques fiscales contra-cycliques via le financement des déficits (Almuni et al., 2010).

Finalement, la théorie est venue appuyer les divers résultats des crises. La politique monétaire s'est montrée plus opérante dans les années 30 car la déflation s'était installée et il a fallu combler les biais déflationnistes causés par le système monétaire en place. Des auteurs (Almunia et al., 2010) ont suggéré qu'une politique fiscale plus en faveur d'une relance aurait été très bénéfique, alors qu'elle n'était aucunement envisagée par les gouvernements de l'époque. Pour 2008, les stimuli fiscaux ont aidé les économies en général à sortir de la crise aux dépens d'une stabilité de la balance budgétaire. En fonction des outils utilisés et de l'état de la balance budgétaire quand ils ont été implémentés, les effets des multiplicateurs ont plus ou moins fonctionné. La Grèce fait partie des contre-exemples car le pays a fait défaut sur sa dette publique parce que les stabilisateurs automatiques n'ont pas agi et le financement des banques s'est fait au détriment de celui de l'état. Cela a eu pour conséquence de provoquer la crise de la dette en 2012. En conséquence, nous suggérons un mix des deux points de vue pour solutionner au cas par cas et en fonction des situations des gouvernements. Les innovations monétaires et les initiatives fiscales symbolisent à l'heure actuelle, les variables à prendre en compte pour mener à bien les politiques économiques.

## 8. Références bibliographiques

ABBASSI, P. et LINZERT, T. (2011), « The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis », *ECB Working Paper* No. 1328.

ADRIAN, T. et SHIN, H. S. (2009), « Money, liquidity, and monetary policy », *Federal Reserve Bank of New-York* No. 360.

AIGINGER, K. (2009), « The Great Recession vs. The Great Depression : Stylised Facts on Siblings that Were Given Different Foster Parents », *WIFO Working Papers* No. 354.

AISEN, A. et FRANCKEN, M. (2010), « Bank Credit During the 2008 Financial : A Cross-Country Comparison », *IMF Working Paper* No. 47.

ALESINA, A. (2012), « Fiscal Policy after the Great Recession », *International Atlantic Economic Society*, vol. 40, pp. 429-435.

ALESSANDRINI, P., FRATIANNI, M., HALLETT, A. H. et PRESBITERO, A. F. (2014), « External imbalances and fiscal fragility in the euroarea », *Open Economies Review*, vol. 25, issue 1, pp. 3-34.

ALIBERT, R. Z. et KINDELBERGER, C. P. (2005), *Manias, Panics, and Crashes : a History of Financial Crises*, 5th edit., John Wiley & Sons, Inc.

ALLEN, F. et GALE, D. (1998), « Optimal Finance Crises ». *The Journal of Finance*, vol. 53, issue 4, pp. 1245-1284.

ALLEN, W. A. et MOESSNER, R. (2011), « The International propagation of the financial crisis of 2008 and a comparison with 1931 », *BIS Working Papers* No. 348.

ALMUNIA, M., BENETRIX, A., EICHENGREEN, B., O'ROURKE, K. H. et RUA, G. (2010), « From Great Depression to Great Credit Crisis : similarities, differences and lessons », *Economic Policy*, pp. 219-265.

ANDERSON, R. G., BORDO, M. et DUCA, J. V. (2016), « Money and Velocity During Financial Crises : From the Great Depression to the Great Recession », *NBER Working Paper* No. 22100.

ANDERTON, R. et TEWOLDE, T. (2011), « The global financial crisis : trying to understand the global trade downturn and recovery », *ECB Working Paper* No.1370.

ARFAOUI, M. et BEN REJEB, A. (2017), « Oil, gold, US dollar and stock market interdependencies : a global analytical insight », *European Journal of Management and Business Economics*, vol. 26, issue 3, pp. 278-293.

ARGHYROU, M. G. et TSOUKALAS, J. D. (2010), « The Greek Debt Crisis : Likely Causes, Mechanics and Outcomes », *Cardiff Economics Working Papers* No. E2010/03.

ARTIGE, L. (2015), « Macroéconomie monétaire et financière », notes de cours, Université de Liège (HEC-UIg).

ARTUS, P., d'AUTUME, A., CHALMIN, P. et CHEVALIER, J-M. (2010), « Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil », *Direction de l'information légale et administrative*.

ARTUS, P., BETBEZE, J-P., de BOISSIEU, C. et CAPELLE-BLANCARD, G. (2008), « La crise des subprimes », *La Documentation française*.

AUERBACH, A. J. et GALE, W. G. (2009), « Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity », *NBER Working Paper No. 15407*.

BAKKER, B. B. (2015), « Employment and the Great Recession : The Role of Real Wages », *IMF Working Paper No. 229*.

BARRELL, R. et DAVIS, E. P. (2008), « The Evolution of the Financial Crisis of 2007-08 », *National Institute Economic Review*, vol. 206, issue 1.

BAUM, A., POPLAWSKI-RIBEIRO, M. et WEBER, A. (2012), « Fiscal Multipliers and the State of the Economy », *IMF Working Paper No. 286*.

BENANKE, B. S. (1983), « Non-monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *NBER Working Paper No. 1054*.

BERNANKE, B. S., GERTLER, M. et GILCHRIST, S. (1994), « The Financial Accelerator and The Flight to Quality », *NBER Working Paper No. 4789*.

BERNANKE, B. S. et JAMES, H. (1990), « The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression : An International Comparison ». *NBER Working Paper No. 11482*, pp. 33-68.

BIGGS, M. et MAYER, T. (2010), « The Output Gap Conundrum », *Forum Intereconomics*.

BOGAERT, H. (2015), « Politiques économiques et finance publique », notes de cours, Université de Namur (UNamur).

BORDO, M. et JAMES H. (2010), « The Past Mirror : Notes, Surveys, Debates – The Great Depression analogy », *Financial History Review*, vol. 17, issue 2, pp. 127-140.

BORDO, M. et LANDON-LANE, J. (2010), « The Lessons from the Banking Panics in the United States in the 1930s for the Financial Crisis of 2007-2008 », *NBER Working Paper 16365*.

BOYER, R., DEHOVE, M. et PLIHON, D (2004), « Les crises financières », *La Documentation française*.

BRADFORD DELONG, J. (1998), « Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression », *NBER Working Paper No. 6888*, pp. 67-86.

- BRYANT, J. (1980), « A Model of Reserves, Banks Runs and Deposit Insurance », *Journal of Banking and Finance*, 4, pp. 335-344.
- BUSSIÈRE, M., PEREZ-BARREIRO, E., STRAUB, R. et TAGLIONI, D. (2010), « Protectionist responses to the crisis – global trends and implications », *ECB Occasional Paper* No. 110.
- CALVO, G. A. (1988), « Servicing the Public Debt : The Role of Expectations », *The American Economic Review*, vol. 78, issue 4, pp. 647-661.
- CALVO, G. A. (2009), « Financial Crises and Liquidity Shocks : A Bank Run Perspective », *NBER Working Paper* No. 15425.
- CAMPELLO, M., GIAMBONA, E., GRAHAM, J. R. et HARVEY, C. R. (2010), « Liquidity Management and Corporate During a Financial Crisis », *NBER Working Paper* No. 16309.
- CHAMP, B., FREEMAN, S. et HASLAG, J. (2016), *Modeling Monetary Economies*, 4th edit., Cambridge University Press.
- CHRISTIANO, L. J., GUST, C. et ROLDOS, J. (2002), « Monetary Policy in a Financial Crisis », *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper* No. 05.
- COLE, H. L. et OHANIAN, L. E. (1999), « The Great Depression in the United States From A Neoclassical Perspective », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 23, issue 1, pp. 2-24.
- COX, T. R., MORAD, R. J. et POZZA Jr, C. L. (2010), « A Review of Recent Investor Issues in the Madoff, Stanford and Forté Ponzi Scheme Cases », *Journal of Business & Securities Law*, vol. 10, issue 2, pp. 114-131.
- CRAFT, N. (2013), « What Does the 1930s' Experience Tell Us about the Future of the Eurozone ? », *University of Warwick Working Paper Series* No. 142.
- de CROMBRUGHE de PICQUENDAELE, A. (2016), « Corporate Finance and Financial Intermediation », notes de cours, Université de Namur (UNamur).
- DAVID, P. A. et WRIGHT, G. (1999), « Early Twentieth Century Production Growth Dynamics : An Inquiry into the Economic History of « Our Ignorance », *Discussion Paper in Economic and Social History* No. 33.
- DELL'ATRICIA, G., IGAN, D. et LAEVEN, L. (2008), « Credit Booms and Lending Standards : Evidence from the Subprimes Mortgage Market », *IMF Working Paper* No. 106.
- DEMYANYK, Y. S. et VAN HEMERT, O. (2008), « Understanding the Subprime Mortgage Crisis », Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1020396>.
- DETZER, D. et HERR, H. (2014), « Theories of financial crises – an overview », *Institute for International Political Economy Berlin Working Paper* No. 32.

DIAMOND, D. W. et DYBVIIG, P. H. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *The Journal of political economy*, vol. 91, issue 3, pp. 401-419.

DIAMOND, D. W. et RAJAN, R. G. (2011), « Fear of Fire Sales, Illiquidity Seeking, and Credit Freezes », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, issue 2, pp. 557-591.

DIAMOND, D. W. et RAJAN, R. G. (2005), « Liquidity Shortage an Banking Crises », *The Journal of Finance*, vol. 60, issue 2, pp. 615-647.

DIEBOLD, F. X., HUSTED, S. et RUSH, M. (1990), « Real Exchange Rates under the Good Standard », *Federal Reserve Bank of Mineapolis Discussion Paper* No. 32.

DODD, R. et MILLS, P. (2008), « Crise hypothécaire : effet de contagion », *Finances et Développement*, Disponible sur : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2008/06/pdf/dodd.pdf>, consulté le 11 avril 2017.

EICHENGREEN, B. et HATTON, T. (1988), « Interwar Unemployment in International Perspective », *Working Paper Series*.

EICHENGREEN, B. et SACHS, J. (1985), « Exchanges Rates and Economic Recovery in the 1930s », *The Journal of Economic History*, vol. 45, issue 4, pp. 925-946.

EICHENGREEN, B. et TEMIN, P. (2000), « The Gold and the Great Depression », *Contemporary European History*, vol. 9, issue 2, pp. 183-207.

EICHENGREEN, B. et TEMIN, P. (2010), « Fetters of gold and paper », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 26, issue 3, pp. 370-384.

FARLEX FINANCIAL DICTIONNARY, « Bank Run », Disponible sur : <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Bank+Panic> , consulté le 11 avril 2017.

FISHER, I. (1911), « Recent Changes in Price Levels and Their Causes », *The American Economic Review*, vol. 1, issue 2, pp. 37-45.

FISHER, I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *The Econometric Society*, vol. 4, issue 1, pp. 337-357.

FLANNERY, M. J. (1986), « Assymetric Information and Risk Debt Maturity Choice ». *The Journal of Finance*, vol. 41, issue 1, pp. 19-37.

FRATIANNI, M. et GIRI, F. (2015), «The tale of the two great crises », *FinMaP-Working Paper* No. 51.

FREDERICK, R. G. (1992), *Warren G. Harding : a bibliography*, Greenwood Pub Group.

FRIEDMAN, M. et SCHWARTZ, A. J. (1993), *A Monetary History of th United States 1867-1960*, 9th edit., Princeton University Press.

GALBRAITH, J. K. et MUNEVAR SASTRE, D. (2009), « The Generalized Minsky Moment », *UTIP Working Paper* No. 56.

GROSSMAN, R. S. et MEISSNER, C. M. (2010), « International Aspects of the Great Depression and the Crisis of 2007 : Similarities, Differences, and Lessons. *NBER Working Paper* No. 16269.

INDEXMUNDI, « Pétrole brut prix mensuel », Disponible sur : <https://www.indexmundi.com/fr/matieres-premieres/?marchandise=petrole-brut&mois=180>, consulté le 29 novembre 2017.

INFLATIONDATA, « Inflation and CPI Consumer Price Index 1920-1929 », Disponible sur : <https://inflationdata.com/articles/inflation-consumer-price-index-decade-commentary/inflation-cpi-consumer-price-index-1920-1929/>, consulté le 28 mai 2017.

de HAAN, J. et MINK, M. (2013), « Contagion during the Greek sovereign debt crisis », *Journal of International Money and Finance*, vol. 34, pp. 102-113.

HAMILTON, J. D. (1987), « Monetary Factors in the Great Depression », *Journal of Monetary Economics*, vol. 19, pp. 145-169.

HENNANI, R. (2015), « de Bâle I à Bâle III : les principales avancées des accords prudentiels pour un système financier plus résilient », *LAMETA E&S* No. 2015-01.

HERGT, B. (2013), « Gold prices during and after the Great Recession », *U.S. Bureau of Labor Statistics*, vol. 2, issue 4.

JENSEN, R. J. (1989), « The Causes and Cures of Unemployment in the Great Depression », *Journal of Interdisciplinary History*, vol. 19, issue 4, pp. 553-583.

KANNAN, P., SCOTT, A. et TERRONES M. E. (2009), « From Recession to Recovery : How Soon and How Strong ? », *World Economic Outlook*.

KENDRICK, J. W. (1961), « Productivity Trends in the United States », *NBER Working Paper* No. 2244, pp. 189-228.

KEYNES, J. M. (1934), *A Treatise On Money*, MacMillan and Co., Limited, London.

KINDELBERGER, C. P. (2013), *The world in depression 1929-1939*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles.

KROZNER, R. S. et RAJAN, R. G. (1994), « Is the Glass-Steagall Act Justified ? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933 », *American Economic Review*, vol. 84, issue 4, pp. 810-832.

KRUGMAN, P. (20 mars 2009), « The Great Recession versus the Great Depression », *The New-York Times*, URL : <https://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>, consulté le 3 juillet 2017.

LEVCHENKO, A. A., LEWIS, L. T. et TESAR, L. T. (2009), « The Collapse of International Trade During the 2008-2009 Crises : In Search of th Smoking Gun », *IMF Economic Review*, vol. 58, issue 2, pp. 214-253.

LOWN, C. S., MORGAN, D. P. et ROHATGI, S. (2000), « Listening to Loan Officers : The Impact of Commercial Credit Standards on Lending Output », *RFBNY Economic Policy Review*, vol. 6, issue 2.

OBSTFELD, M. (1996), « Models with currency crises with self-fulfilling features », *European Economic Review*, vol. 40, pp. 1037-1047.

OECD (2009), « The effectiveness and scope of fiscal stimulus », *OECD Economic Outlook*, pp. 105-150.

OCDE (2009), « Réponse stratégique de l'OCDE à la crise financière et économique : contributions à l'effort mondial », Disponible sur : <https://www.oecd.org/fr/economie/42081203.pdf> , consulté le 23 octobre 2017.

OHANIAN, L. E. (2009), « What – or Who – Started the Great Depression ? », *Journal of Economic Theory*.

OHANIAN, L. E. (2010), « The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, issue 4, pp. 45-66.

OHANIAN, L. E. (2016), « The Great Recession in the Shadow of the Great Depression », *NBER Working Paper* No. 22239.

MACROTRENDS, « DowJones – 100 Year Historical Chart », Disponible sur : <http://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>, consulté le 25 juillet 2017.

MACROTRENDS, « Gold Prices – 100 Year Historical Chart », Disponible sur : <http://www.macrotrends.net/1333/historical-gold-prices-100-year-chart>, consulté le 25 juillet 2017.

MERTON, R. K. (1948), « The Self-Fulfilling Prophecy », *The Antioch Review*, vol. 8, issue 2, pp. 193-210.

MILESI-FERRETTI, G-M. et TILLE, C. (2010), « The Great Retrenchment : International Capital Flows During the Global Financial Crises », *Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper* No 18.

MINSKY, H. P. (1992), « The Financial Insatability Hypothesis », *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* No 74.

MOATTI, S. (2007), « La crise financière », *Alternatives économiques*, vol. 261, pp. 7-12.

PENSIEROSO, L. (2016), « Macroéconomie monétaire et financière », notes de cours, Université Catholique de Louvain (UCL).

PLATEN, E. (2002), « Arbitrage in Continuous Complete Markets », *Advances in Applied Probability*, vol. 34, issue 3, pp. 540-558.

QUANDL, « Crude oil price from 1861 », Disponible sur : [https://www.quandl.com/data/BP/CRUDE\\_OIL\\_PRICES-Crude-Oil-Prices-from-1861](https://www.quandl.com/data/BP/CRUDE_OIL_PRICES-Crude-Oil-Prices-from-1861), consulté le 29 novembre 2017.

REINHART, C. M. et ROGOFF, K. S. (2008 a), « Is the 2007 US subprime financial crisis so different ? An international historical comparison », *American Economic Review*, vol. 98, issue 2, pp. 339-344.

REINHART, C. M. et ROGOFF, K. S. (2008 b), « Banking Crises : An Equal Opportunity Menace », *NBER Working Paper* No. 14587. »

REINHART, C. M. et ROGOFF, K. S. (2009), « The aftermath of financial crises », *American Economic Review*, vol. 90, issue 2, pp. 466-472.

SAMUELSON, P. A. (1958), « An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money », *The Journal of Political Economy*, vol. 66, issue 6, pp. 467-482.

SCHLENKHOFF, G. (2009), « Can Great Depression Theories Explain the Great Recession ? », *MPRA Paper* No. 19781.

SIMS, C. A. (1992), « Interpreting the macroeconomic time series facts : the effects of monetary policy », *European Economic Review*, vol. 36, pp. 975-1011.

SNOWDEN, N. (2015), « What really caused the Great Recession ? Rhyme and repetition in a theme from the 1930s », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, pp. 1245-1262.

STIGLITZ, J. E. (2009), « The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory », *Eastern Economic Journal*, vol. 35, pp. 281-296.

TAYLOR, J. B. (2009), « The Financial Crisis and the Policy Responses : An Empirical Analysis of What Went Wrong », *NBER Working Paper* No. 14631.

TEMIN, P. (1994), « The Great Depression », *NBER Historical Working Paper* No. 62.

TEMIN, P. (2010), « The Great Recession & the Great Depression », *Daedalus*, vol. 139, issue 4, pp. 115-124.

THE ECONOMIC TIMES, « Definition of 'Call Money Rate' », Disponible sur : <https://economictimes.indiatimes.com/definition/call-money-rate>, consulté le 3 juillet 2017.

TIAN, J. (2010), « Liquidity Risk During the Great Depression », Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1595100>.

VAN OURS, J. C. (2015), « The Great Recession was not so Great », *CentER Discussion Paper*, vol. 6.

VERCELLI, A. (2009), « A perspective on Minsky moments : The core of the financial instability hypothesis in the light of the subprimes crisis », *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* No 579.

VERNON, J. R. (1991), « The 1920-21 Deflation : The Role of Agregate Supply », *Western Economic Association International*, vol. 29, issue 3, pp. 572-580.

WOLFSON, M. H. (2002), « Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context », *The Journal of Economic Issues*, vol. 36, issue 2, pp. 393-400.

WTO, « Mercandise Trade by Product », Disponible sur : <http://www.macrotrends.net/1333/historical-gold-prices-100-year-chart>, consulté le 29 novembre 2017.

YAO, S. et ZHANG, J. (2011), « On the Economic Theory and Recovery of Financial Crisis », *The World Economy*, vol. 34, issue 5, pp. 764-777.