

---

Carmen M. REINHART & Kenneth S. ROGOFF, *This Time is Different: Eight-Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2009. xlv + 463 p.

Éric Monnet

---



**Édition électronique**

URL : <https://journals.openedition.org/histoiremesure/3997>

DOI : 10.4000/histoiremesure.3997

ISSN : 1957-7745

**Éditeur**

Éditions de l'EHESS

**Édition imprimée**

Date de publication : 1 décembre 2010

Pagination : 165-169

ISBN : 978-2-7132-2290-0

ISSN : 0982-1783

**Référence électronique**

Éric Monnet, « Carmen M. REINHART & Kenneth S. ROGOFF, *This Time is Different: Eight-Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2009. xlv + 463 p. », *Histoire & mesure* [En ligne], XXV-2 | 2010, mis en ligne le 31 janvier 2011, consulté le 04 juin 2022. URL : <http://journals.openedition.org/histoiremesure/3997> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/histoiremesure.3997>

---

Ce document a été généré automatiquement le 4 juin 2022.

© Éditions de l'EHESS

---

Carmen M. REINHART & Kenneth S.  
ROGOFF, *This Time is Different: Eight-  
Centuries of Financial Folly*, Princeton,  
NJ, Princeton University Press, 2009.  
xlv + 463 p.

Éric Monnet

---

- 1 L'ambitieux ouvrage de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *This Time is Different*, se propose de réaliser trois objectifs. Le premier est d'établir une base de données historiques et internationales, sans équivalent, sur les crises de la dette et sur les crises bancaires, et d'en faire ressortir quelques tendances principales. Les auteurs présentent ainsi des données sur huit siècles et soixante pays. Le second est d'utiliser ces informations historiques pour donner une leçon de politique aux économistes et décideurs, et leur rappeler qu'aucun pays n'est jamais à l'abri d'une crise financière. Ainsi le titre de l'ouvrage reprend une phrase symbole du triomphalisme du début des années 2000, lorsque certains ont cru que les politiques économiques et la sophistication des marchés financiers empêcheraient une nouvelle crise en Europe et aux États-Unis. Le troisième objectif est d'offrir une analyse de la crise actuelle, en montrant qu'elle revêt les habits communs des crises passées. Les quatre derniers chapitres de l'ouvrage sont consacrés à ce dernier objectif et répètent largement les conclusions des douze précédents ; ces répétitions sont assumées par les auteurs qui souhaitent que cette dernière partie puisse être lue séparément des autres. Nous nous concentrons pour notre part sur le reste de l'ouvrage.
- 2 Les deux premiers objectifs ne sont qu'à moitié remplis, peut-être parce que l'ouvrage s'adresse à un lectorat trop divers pour pouvoir livrer une analyse complète et approfondie de la question des crises de dette et des crises bancaires. Ainsi la présentation de la base de données et les résultats (principalement des corrélations et des moyennes) ne sont pas mis en perspective avec d'autres facteurs de long terme.

Quant aux raisons sociales et idéologiques qui peuvent expliquer la tendance des économistes et hommes politiques à se croire protégés contre les crises financières et à oublier l'histoire, elles sont dénoncées mais ne sont pas expliquées par les auteurs. Malgré ces manques, les nombreuses informations quantitatives présentes dans l'ouvrage se révèlent précieuses pour saisir l'ampleur économique des crises sur plusieurs siècles et ainsi pour situer certaines crises particulières dans un contexte plus large.

- 3 Force est de constater, en effet, qu'il n'existait pas jusqu'à présent d'étude répertoriant l'ensemble des crises financières et proposant d'identifier quelques « faits stylisés » de ces crises sur une longue période à partir d'une analyse de séries statistiques. Ainsi l'ouvrage est un utile complément aux travaux qui se concentrent sur l'étude d'une crise aussi bien qu'à ceux qui offrent une réflexion sur l'ensemble des crises, mais sans travail quantitatif exhaustif (à l'image de l'ouvrage classique de Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes : A History of Financial Crises*). La centaine de pages d'annexes en particulier sera ainsi d'une aide précieuse pour trouver des sources quantitatives pour chaque pays étudié ou pour connaître le nombre, la date et la nature des crises que chacun a subies.
- 4 Même si les auteurs annoncent avoir accumulé des données sur huit siècles, l'essentiel des statistiques concerne les XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup> siècles ; les siècles précédents n'étant traités que sous l'angle des défauts de paiements des États et des épisodes d'altération de la monnaie. Encore les auteurs emploient-ils ces données à titre illustratif pour montrer la fréquence des crises dans les pays européens avant la révolution industrielle, sans en produire véritablement l'analyse.
- 5 Les principales conclusions de l'étude quantitative des crises à laquelle se livre l'ouvrage sont les suivantes.
- 6 Premièrement, les crises de la dette ont été la norme pour la majorité des pays et ce n'est qu'au XIX<sup>e</sup> siècle que les plus développés d'entre eux (sur le plan économique) ont cessé de faire défaut. Le fait que certains pays soient arrivés à ne plus connaître ce type de crises pendant plus d'un siècle contraste radicalement avec la récurrence des crises bancaires : ce deuxième type de crise touche en effet tous les pays, quel que soit leur niveau de développement économique.
- 7 Deuxièmement, les auteurs établissent que les crises bancaires sont précédées par une hausse très importante du prix des actifs, en particulier du prix des logements, et qu'elles sont positivement corrélées à la libéralisation financière et aux afflux de capitaux. On retrouve ces caractéristiques dans la crise actuelle : c'est donc ce qui permet aux auteurs de critiquer les discours qui voient dans chaque période d'expansion une nouvelle ère différente des précédentes. À l'opposé, les auteurs trouvent beaucoup moins d'indicateurs qui permettraient d'associer les crises de la dette à des régularités économiques, excepté les prix des matières premières pour les pays émergents. Ainsi, 50 % des défauts de paiements ont eu lieu alors qu'un pays possédait un ratio Dette/PNB inférieur à 60 %, et 20 % des défauts pour un ratio inférieur à 40 %, alors la dette du Japon atteint actuellement 150 % de son PNB sans provoquer une crise. Il y a donc une « tolérance à la dette » très différente suivant les pays et les époques, comme le soulignent les auteurs, qui peut dépendre de nombreux facteurs, en particulier la confiance des investisseurs. Enfin, comme l'avait déjà montré Carmen Reinhart dans de précédents travaux, la dette des pays émergents est extrêmement procyclique.

- 8 Troisièmement, les auteurs montrent que les crises bancaires sont suivies d'une forte récession, alors que ce n'est pas systématiquement le cas pour les crises de la dette. Les prix de l'immobilier subissent une baisse totale de 35 %, six ans après la crise et les prix des actions de 56 % en moyenne, le taux de chômage peut augmenter de 7 % en moyenne dans les quatre ans suivant la crise et le PIB baisser de 9 % en 2 ans (le retour à la normale est donc plus rapide pour la production que pour le chômage). Quant à la dette publique, elle augmente en moyenne de 86 % (en termes réels) suite à une crise bancaire.
- 9 Enfin, quatrième – et c'est peut être le point de l'ouvrage qui devrait susciter le plus d'études futures car il ouvre ici véritablement de nouvelles perspectives –, les auteurs insistent sur la nécessité de prendre en compte la dette intérieure pour produire une analyse des défauts de paiements sur la dette externe ou des crises inflationnistes (qui sont une sorte de défaut de paiement sur la dette intérieure). En effet, même si la plupart des travaux sur les défauts de paiements des États sous l'Ancien Régime fournissent une analyse de la dette intérieure et une décomposition de la structure de la dette (ce que Reinhart et Rogoff ne mentionnent malheureusement pas), les analyses et les modèles des crises récentes dans les pays émergents ont souvent négligé ce facteur. Il est très difficile de rassembler des données fiables sur la dette intérieure des pays, mais les estimations de Reinhart et Rogoff pour le *xx<sup>e</sup>* siècle montrent qu'elle représente, en moyenne, plus de 50 % de la dette totale avant qu'un pays fasse défaut. Il est difficile d'établir des tendances claires sur le lien entre la dette interne et les crises, d'autant plus qu'il semble que la part de la dette interne ait largement augmenté depuis 1945, mais les analyses des deux auteurs incitent à donner plus d'importance à ce facteur, dont l'économie politique est différente de celle de la dette externe.
- 10 En plus de ces principales tendances mises en avant dans l'ouvrage, on pourra trouver une multitude d'autres informations quantitatives qui peuvent donner matière à réflexion. On déplore d'autant plus que les auteurs se contentent d'énoncer ces corrélations statistiques. Ainsi le fait que la corrélation entre défaut et inflation se soit accrue après la Seconde Guerre mondiale aurait pu donner lieu à une réflexion sur le rôle joué auparavant par l'étalon-or ; de même le fait que la durée moyenne des défauts de paiements depuis 1945 ait été divisée par deux devrait engager à s'interroger sur les vertus des institutions financières internationales créées après la guerre, ou sur l'évolution des politiques économiques.
- 11 Mais si on accorde un peu plus d'attention aux informations sur les crises qui sont reproduites en annexes, on peut même douter de la pertinence de ces informations et il est manifeste qu'elles doivent être utilisées avec beaucoup de précautions. La première raison est que la définition d'une crise employée par les auteurs est critiquable et pourra paraître selon les cas trop large ou trop étroite. La deuxième raison est que les sources utilisées sont souvent des ouvrages de comparaison internationale et non pas des études précises sur les pays. Ainsi, si on prend l'exemple des paniques bancaires en France (reportées en annexe 4 avec quelques lignes de description pour chaque crise), il est surprenant de voir que les informations sur le *xix<sup>e</sup>* siècle proviennent exclusivement d'un livre ancien de 1915 de Charles Conant, sans mention de travaux plus récents d'Alain Plessis ou de Jean Bouvier par exemple. La crise de 1882 côtoie la crise de 1889 et deux crises bancaires du début du *xx<sup>e</sup>* siècle indiquées en 1904 et 1907 sans qu'aucun renseignement ne permette de juger de la différence d'ampleur de ces crises. Le fait

qu'une panique bancaire ait eu lieu en France en 1907 est très discutable et les auteurs ne font que mentionner un phénomène de contagion provenant de la crise des USA dont la réalité n'est pas démontrée. La description de la crise de 1882 mentionne l'intervention de la Banque de France mais pas le Krach de l'Union Générale. Pour le XX<sup>e</sup> siècle, hormis les crises bancaires du début des années 1930, les auteurs n'identifient qu'une seule crise, la faillite du Crédit Lyonnais en 1994, pour laquelle la notion de « panique bancaire » ne semble pas très bien appropriée en comparaison de mouvements de contagion qui accompagnèrent d'autres crises. L'exemple français doit donc rappeler au lecteur que les statistiques utilisées dans l'ouvrage – comme souvent pour des travaux qui couvrent de longues périodes et un grand nombre de pays – souffrent d'informations discutables et lacunaires et que les crises prises en compte sont en fait peu comparables.

- 12 Pour accompagner l'ensemble de ces informations statistiques, Reinhart et Rogoff font quelques résumés de ce que la théorie économique nous apprend sur les crises, mais ces préambules théoriques apportent peu à l'analyse des chiffres, car, comme le reconnaissent d'ailleurs les auteurs, les modèles économique peinent à expliquer les tendances de long terme mises en avant dans les autres chapitres. Si la théorie des crises bancaires peut ainsi expliquer pourquoi des problèmes d'information peuvent provoquer une panique, ou si la théorie de l'accélérateur financier montre que les crises bancaires amplifient les chocs macroéconomiques, aucune ne dit quoi que ce soit de l'aspect cyclique des crises, qui constitue pourtant le propos central des auteurs. Alors que ceux-ci soutiennent tout au long de l'ouvrage que les crises bancaires reviennent sans cesse, il est très étonnant de ne voir aucune mention des théories des cycles financiers comme celles de Juglar, Wicksell ou Minsky (que Kindlberger exploitait largement dans son ouvrage), ni des théories sur les cycles économiques. Il est dommage enfin que les auteurs ne s'étendent pas plus sur les raisons qui expliquent la récurrence des crises bancaires dans les pays riches à la différence des crises de la dette. À cet égard la corrélation connue (et réaffirmée dans l'ouvrage) entre la libéralisation financière et la fréquence des crises mériterait plus de développements sur la pertinence de contrôles et sur la régulation financière. L'absence de crises bancaires en Europe, de la période de reconstruction faisant suite à la Seconde Guerre mondiale jusqu'à la libéralisation financière des années 1980, est un phénomène assez marquant et connu pour qu'on regrette qu'une histoire des crises ne prenne pas le temps de s'attarder sur cette spécificité.
- 13 Quelle est donc la vision de l'histoire que nous offrent Reinhart et Rogoff ? Une histoire où les choses se répètent du fait de la « nature humaine » comme l'explique le dernier chapitre. Leur analyse semble balancer entre une vision téléologique qui expliquerait pourquoi les pays riches ayant adopté de « bonnes règles » de gouvernance ne font plus défaut, et une vision naturaliste qui attribue la récurrence des crises bancaires à l'indomptable nature de l'homme. Entre les deux, il reste peu de place pour une analyse économique et politique des crises qui permettrait de comprendre aussi bien les grandes tendances observées que les différences de trajectoires entre les pays. A tant vouloir affirmer que l'histoire se répète (« *this time is not different* ») pour sonner l'alerte face aux économistes et hommes politiques oublieux du passé, les auteurs en viennent paradoxalement à nier toute perspective historique : peut-on vraiment assimiler le défaut de paiement d'un monarque du XV<sup>e</sup> siècle avec le problème actuel de la Grèce, les périodes d'inflation de l'après-guerre avec l'altération des monnaies au Moyen Âge ?

Puisque Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff entendent tirer les leçons de l'histoire afin de penser les problèmes économiques et politiques contemporains, il est difficile de fermer les yeux sur l'absence de mise en perspective historique des résultats statistiques obtenus sur les crises de la dette et les crises bancaires. On ne peut donc que regretter que l'histoire de ces crises n'ait pas été mise en relation avec l'histoire du système monétaire et financier international, des contrôles de capitaux, de la régulation financière et de la construction de l'État. Mais la déception ressentie à la lecture est évidemment proportionnée à l'ampleur du travail immense accompli par les deux auteurs, et les manques de l'ouvrage ne doivent pas éclipser la source statistique inédite et dorénavant incontournable (même si elle doit être utilisée avec précautions) que Reinhart et Rogoff ont mis à la disposition des économistes et historiens.