

## Savoir/agir, numéro 4, juin 2008

La compréhension des crises financières et de leur répétition

par Paul Jorion, Chercheur affilié du *Centre Human Complex Systems* de l'université de Californie, Los Angeles (UCLA)

**Chapô :** *Paul Jorion fait ici le lien entre les défaillances de la doctrine économique dominante, ses fondements sociaux et institutionnels et son incapacité à comprendre les processus en cours. Sous son influence, la politique monétaire américaine a oublié les enseignements de la crise de 1929 et a laissé libre cours à la spéculation financière. La crise financière est aussi la crise d'une science économique qui oublie les enseignements du passé à travers un processus de sélection entre les différentes explications possibles, où la fausse a éliminé la vraie.*

### Science et intérêts

Toute science associée à un savoir appliqué a son destin lié aux enjeux financiers que ce dernier suscite. Les profits générés par ce savoir appliqué peuvent être mobilisés pour orienter les développements futurs de cette science en promouvant les vues qui lui sont favorables et en dénigrant ou en négligeant délibérément celles qui lui feraient obstacle. L'économie et la finance n'échappent pas à ce principe général.

L'économie et la finance sont des activités serties dans le fonctionnement des sociétés humaines et sont déterminées par les rapports de forces qui caractérisent celles-ci. La description scientifique de l'économie et de la finance met en évidence le mécanisme de ces rapports de forces, et souligne l'arbitraire qui préside au fait qu'ils bénéficient à certains individus plutôt qu'à d'autres. Il n'est pas surprenant dès lors que ces bénéficiaires entreprennent une promotion systématique des théories de ces deux champs qui les représentent comme déterminés par d'autres principes que les simples rapports de forces entre parties impliquées, voire qui représentent ces deux champs comme n'étant pas même serties dans le fonctionnement des sociétés humaines, et font croire, par exemple, que leur mécanisme est autonome et est soumis, non pas à des règles juridiques et éthiques, mais à des forces du même type que celles qui président aux mouvements d'astres lointains.

L'*économie politique* qui proposa la description scientifique de l'économie et de la finance jusqu'à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et qui était produite au sein des milieux scientifiques classiques, situait les rapports de forces au cœur des activités économiques et financières et décrivait le processus de la formation du prix comme un phénomène de frontière entre une population de vendeurs et une population d'acheteurs, le prix se constituant sur le fil de leur confrontation : il se maintient avec de faibles variations lorsque ces deux populations sont sensiblement égales, il baisse lorsque les vendeurs sont en surnombre, il monte lorsque ce sont au contraire les acheteurs qui sont les plus nombreux ; un bas prix attire de nouveaux acheteurs, alors qu'un haut prix attire de nouveaux vendeurs, ce qui conduit à des oscillations qui peuvent le cas échéant déboucher sur une quasi-extinction des acheteurs (*krach*) ou une quasi-extinction des vendeurs (bulle financière sur le point

d'éclater). De telles oscillations se rencontrent déjà dans la nature, lorsque deux populations sont en concurrence.

La « science » économique, produite par les milieux d'affaires en leur sein même ou dans leurs antennes au sein du milieu universitaire, présente au contraire la formation du prix comme un processus abstrait, né au point de rencontre de quantités représentant d'une part l'offre et d'autre part la demande. Dans la perspective adoptée par l'économie politique, l'identité des acheteurs et des vendeurs est essentielle à la compréhension de la formation du prix. Dans celle adoptée par la « science » économique, elle est bien entendu indifférente, ce qui assure à ceux qui commanditent cette approche l'anonymat qu'ils recherchent.

De même, pour l'économie politique, le rapport de forces entre trois populations, les salariés qui apportent au processus de production leur travail, les investisseurs qui font les avances en moyens de production (équipement, matières premières) et les dirigeants d'entreprises qui contractent avec les investisseurs, organisent et supervisent le processus de production, préside à la distribution du *surplus* généré par l'activité humaine. Tout comme la formation du prix est un phénomène de frontière où le prix se constitue sur le fil de la confrontation entre acheteurs et vendeurs, l'intérêt est lui un phénomène de frontière entre investisseurs et dirigeants d'entreprise où le taux d'intérêt se constitue sur le fil de leur confrontation, et l'inflation est un phénomène de frontière entre dirigeants d'entreprises et salariés où son taux se constitue sur le fil de leur confrontation.

Pour la « science » économique, le *surplus* n'existe cependant pas et n'existant pas, la question de sa distribution ne se pose pas non plus, ni *a fortiori* celle de la confrontation entre les parties impliquées dans le processus de sa création. Là où elle aurait dû parler du *surplus*, elle parle à la place de *masse monétaire* et là où elle aurait dû évoquer la part du *surplus* revenant aux salariés, elle met en avant les revendications salariales comme la principale cause de déséquilibre des systèmes économique et financier car source d'inflation, cette dernière étant présentée comme un phénomène de nature *monétaire* pouvant être combattu en manipulant les taux d'intérêt, en raison de l'impact de ceux-ci sur la masse monétaire.<sup>1</sup>

Dans les périodes qui précèdent les crises, celles où la spéculation bat son plein, les bénéficiaires des rapports de forces prévalant ont l'occasion de se constituer des fortunes personnelles considérables qui leur permettent d'investir dans la production de la « science » économique véhiculant une représentation de l'économie et de la finance où leur mécanisme réel est caché. Ils consacrent une partie des fonds auxquels ils ont accès à la fondation et au financement d'établissements de recherche, de chaires, de *think tanks*, de « boîtes à idées », ayant à leur tête des hommes à eux. Comme l'écrit Susan George : « L'argent permet ainsi d'organiser la notoriété et le "champ" dans lequel se dérouleront des "débats" créés de toutes pièces »<sup>2</sup>.

Une dialectique s'établit au fil des ans entre les théoriciens qui, dans une perspective scientifique, s'efforcent de représenter l'économie et la finance telles qu'elles sont, et ceux qui, cooptés et promus par les bénéficiaires des savoirs appliqués économiques et financiers, s'efforcent de les représenter de la manière la plus favorable à la reproduction de ces bénéfices.

---

<sup>1</sup> Un exposé approfondi de ces points est proposé dans Paul Jorion, *L'implosion. La finance contre l'économie : ce que révèle et annonce « la crise des subprimes »*, Fayard, 2008, pp.224-231.

<sup>2</sup> Susan George, « Mythologies économiques : Comment la pensée devint unique », *Le Monde Diplomatique*, août 1996, <http://www.monde-diplomatique.fr/1996/08/GEORGE/5779>

## Les causes de la Grande Crise selon Bernanke

L'actuel président de la *Federal Reserve Bank* (FED), Ben S. Bernanke, est l'un des bénéficiaires en vue du savoir appliqué économique et financier ; il offre aussi un excellent exemple de la manière dont est produite la « science » économique. Bernanke est aujourd'hui reconnu comme l'un des principaux experts des événements de 1929 et des années de crise qui s'ensuivirent. Son livre *Essays on the Great Depression*<sup>3</sup> fait, nous dit-on, autorité sur la question. Qu'a-t-il apporté à notre compréhension de la Grande Crise ? Son approche est, comme il fallait s'y attendre, monétariste, et pour lui la cause majeure des événements de 1929 se situe dans la décision de la FED de maintenir la parité du dollar avec l'or, parité à laquelle le Président Nixon renoncera en 1971. Bernanke met en avant, comme facteur aggravant, la résistance des employeurs à utiliser l'arme du licenciement pour recourir de préférence à la réduction du temps de travail journalier des salariés.

Dans la recension qu'il a consacrée aux *Essays on the Great Depression*, en réalité un recueil d'articles, Robert Margo, professeur d'économie à Vanderbilt University, souligne le glissement qui s'opère au fil des années sous la plume de Bernanke quand il évoque la décision des patrons de réduire le temps de travail journalier plutôt que de recourir à la suppression de postes : présentée initialement comme non significative d'un point de vue statistique, elle finit par devenir cause déterminante<sup>4</sup>. Le président de la FED propose une interprétation de « science » économique de la Grande Crise, monétariste dans sa formulation, et mettant en avant la combativité des salariés comme le principal obstacle à l'atteinte d'un équilibre économique. On verra, quand j'aurai examiné ci-dessous les vraies causes de la Grande Crise, pourquoi il est possible d'appliquer aux analyses de Bernanke l'expression qu'utilisa Galbraith pour caractériser la politique du Président Hoover en 1929 : « Le triomphe du dogme sur la pensée »<sup>5</sup>.

## Les causes de la Grande Crise selon Galbraith

Dans son livre intitulé *The Great Crash – 1929*, publié en 1954, John Kenneth Galbraith avait lui offert un tout autre portrait de la Grande Crise et avait analysé les raisons qui devaient, selon lui, empêcher son renouvellement. Il envisageait aussi les rares circonstances qui pourraient permettre à une crise similaire de se reproduire.

Au moment où la crise éclata en 1929, la disparité des revenus s'était dramatiquement creusée aux États-Unis. Galbraith expliquait pourquoi une catastrophe du même ordre ne pouvait plus, selon lui, se reproduire en 1954, l'année de publication de son livre : « *La répartition des revenus n'est plus aussi déséquilibrée. Entre 1929 et 1948, la part des revenus attribuée aux 5 % de la population aux revenus les plus élevés, qui était de près d'un tiers, est tombée à moins d'un cinquième du total* »<sup>6</sup>. Les choses évoluèrent cependant rapidement dans les années qui suivirent : la part attribuée aux 5 % de la population américaine la plus riche grimperait régulièrement pour atteindre 54,42 % en

<sup>3</sup> Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2000.

<sup>4</sup> Robert A. Margo, recension de Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, H-Net Reviews in the Humanities and Social Sciences, 2000 <http://www.h-net.org/reviews/showpdf.cgi?path=222963252660>

<sup>5</sup> John Kenneth Galbraith, *The Great Crash – 1929*, Houghton Mifflin, 1954, p.191

<sup>6</sup> *Ibidem*, p.196.

1989 puis 57,70 % en 2000, date du recensement le plus récent. La finance a joué un rôle déterminant dans la disparité croissante des revenus aux États-Unis : en 1980, les salariés du monde financier touchaient en moyenne 10% de plus que ceux des autres secteurs ; en 2007, l'écart était passé à 50%. Les profits du secteur financier américain représentaient 13% du total en 1980 ; en 2007, la proportion avait plus que doublé avec 27%. La part de la croissance consacrée aux salaires représentait aux États-Unis 56,5% en 1981 ; en 2006, elle était tombée à 51,7%. Au premier rang des facteurs déclencheurs des deux crises donc : la part croissante du surplus économique aboutissant entre les mains des dirigeants d'entreprises et des investisseurs, au détriment bien entendu des salariés.

En plus de la disparité des revenus, Galbraith mentionnait parmi les autres facteurs à l'origine de la crise de 1929 : le déficit de la balance commerciale des États-Unis, un allègement de la fiscalité pour les plus nantis et l'indifférence envers la spéculation – et en particulier l'absence de mesures qui auraient pu maîtriser celle-ci en augmentant les marges exigées des spéculateurs lors de leurs opérations. Tous ces facteurs jouèrent bien entendu un rôle similaire en 2007.

Parmi les circonstances qui pouvaient empêcher, selon Galbraith, que les mesures nécessaires ne soient envisagées, malgré la prise de conscience de l'imminence d'une crise du même ordre que celle de 1929 : le fait que les difficultés apparaissent en période pré-électorale, interdisant de ce fait la prise de mesures impopulaires.

Convaincu que le souvenir des événements de 1929 constituerait un puissant repoussoir, Galbraith imaginait la FED faisant preuve d'une bien plus grande détermination qu'elle n'en fit preuve durant les six premières années des deux administrations George W.

Bush. Il écrivait en effet : « *Les pouvoirs du Conseil de la Federal Reserve – que l'on appelle aujourd'hui le Conseil des gouverneurs, le Système de la réserve fédérale – ont été renforcés sous les deux aspects de la relation aux banques de Réserve et des banques membres* »<sup>7</sup>. Allant plus loin, il n'hésitait pas à imaginer que Wall Street aurait à cœur d'étouffer dans l'œuf une crise imminente. Il écrivait à ce propos que « *Puisqu'un effondrement spéculatif succède nécessairement à un boom spéculatif, on peut espérer que Wall Street exercerait un contrôle strict en cas de résurgence de la spéculation. Les banquiers et les courtiers exigeraient que l'on relève jusqu'à leur limite les marges ; on demanderait à Wall Street d'exercer cette exigence avec rigueur contre ceux qui tenteraient d'emprunter en mettant en gage leur propres actions et obligations afin d'en acheter davantage. On rappellerait avec force au public les risques inhérents au fait d'acheter des actions en visant leur plus-value* »<sup>8</sup>. Faut-il préciser qu'il n'en a rien été ? La présence d'Alan Greenspan à la tête de la FED, de 1987 à 2006, signifierait au contraire vingt années sous la bannière d'une version extrémiste du laissez-faire, inspirée du « libéralisme »<sup>9</sup> militant d'Ayn Rand, son mentor.

## **La prévention des bulles financières**

Comme la bulle boursière des *start-up* le démontrerait au tournant du millénaire, dans une bulle financière, le cours des actions s'envole sans le moindre effort de la part des dirigeants d'entreprises et des investisseurs qui en bénéficient, directement pour les

---

<sup>7</sup> *Ibidem*, p.194

<sup>8</sup> *Ibidem*, p.198.

<sup>9</sup> L'expression d'« anarcho-capitalisme », introduite par Dany–Robert Dufour, est également adéquate.

investisseurs, et indirectement par l'intermédiaire des *stock options* pour les patrons. Il n'existe donc pour eux aucune incitation – bien au contraire – à décourager le développement d'un tel phénomène. De même, lors d'une bulle immobilière, si les propriétaires trouvent leur profit dans le fait que le prix de leur logement s'envole, les bailleurs de fonds y découvrent aussi l'occasion de prêter davantage, et les promoteurs de construire davantage. Alors à qui revient la responsabilité d'empêcher une bulle financière d'apparaître et d'enfler par la suite ?

En fait, selon Alan Greenspan, aucune instance n'en a la responsabilité. Interrogé à ce sujet, il déclarait en décembre 2007 : « *Après avoir observé durant un demi-siècle de nombreuses bulles de prix se développer et éclater, je suis arrivé à regret à la conclusion que les bulles ne peuvent être désamorçées sans danger par une politique monétaire ou par d'autres initiatives avant que la fièvre spéculative ne s'éteigne d'elle-même. Il est clair qu'il y avait très peu que les banques centrales des différents pays auraient pu faire pour tempérer la manifestation la plus récente de cette disposition humaine à l'euphorie, rappelant d'ailleurs par certains aspects la tulipomanie<sup>10</sup> en Hollande au XVII<sup>e</sup> siècle ou la bulle des Mers du Sud<sup>11</sup> au XVIII<sup>e</sup> en Angleterre* »<sup>12</sup>.

À partir des années 1970, la situation des salariés américains se dégrada lentement et si les effets de leur perte effective de pouvoir d'achat furent partiellement masqués, c'est uniquement du fait qu'un système complexe de crédit à la consommation se mit en place, où l'endettement personnel compensait la perte de pouvoir d'achat fondé sur les revenus, la bulle de l'immobilier offrant, pour ceux d'entre eux qui étaient propriétaires, la plus-value sans cesse croissante de leur logement comme collatéral aux emprunts qu'ils contractaient. Cette classe salariale, où l'endettement des ménages atteignait en 2004, 120% de leurs revenus annuels bruts, devenait, au fil des années, de plus en plus vulnérable aux fluctuations de la conjoncture dans un pays à la couverture sociale extrêmement ténue.

En 2004, le budget des ménages américains entra en régime de « cavalerie », dépendant chaque jour davantage pour les dépenses de consommation, de la persistance de la bulle de l'immobilier où seule l'arrivée constante de nouvelles recrues permettait à ceux qui étaient déjà propriétaires de maintenir leur présence.<sup>13</sup> Tout ralentissement dans ce recrutement provoquerait une stagnation du prix de l'immobilier qui conduirait l'édifice à s'effondrer dans son ensemble. Lorsque ce ralentissement intervint, furent tout d'abord entraînés dans la chute les ménages dont la capacité à payer leurs mensualités reposait sur le prix sans cesse croissant des maisons, des emprunts successifs leur permettant seuls de faire face à leurs engagements. Furent ensuite atteints les ménages qui avaient spéculé sur le gonflement de la bulle en s'achetant plusieurs habitations ou en s'étant acheté un logement trop vaste en vue de maximiser l'effet de levier qu'autorise l'emprunt.

L'immobilier résidentiel, ébranlé par la remise sur le marché d'un nombre d'habitations en hausse croissante, entraîna enfin dans sa plongée les ménages qui avaient conçu leur logement comme la tirelire qui leur permettrait de jouir un jour d'une retraite confortable.

---

<sup>10</sup> En 1636, en plein âge d'or hollandais, un bulbe de tulipe valait un prix quatre fois supérieur à celui de la *Ronde de nuit* de Rembrandt !

<sup>11</sup> Crise boursière qui se déroula en Grande-Bretagne en 1720 à la suite de l'effondrement de l'action de la Compagnie des mers du Sud.

<sup>12</sup> Alan Greenspan, « The Roots of the Mortgage Crisis », *The Wall Street Journal*, le 12 décembre 2007.

<sup>13</sup> Cette dynamique est expliquée de manière détaillée dans Paul Jorion, *L'implosion*, op. cité, pp. 19-48).

## Le retour du même

Le rapprochement spontanément fait par les commentateurs entre 2007 et 1929 est donc amplement justifié : les manifestations des deux crises sont les mêmes et leurs causes sont pratiquement identiques. Même origine en effet dans une spéculation immobilière débutant dans les deux cas en Floride. La spéculation dans l'immobilier et sur les marchés boursiers résultait déjà en 1929 d'une disparité croissante des revenus et d'une concentration de la richesse entre quelques mains. Les grandes fortunes étaient à la recherche de rendements élevés pour leurs placements et déléguaient leurs efforts à des établissements financiers dont le nom a simplement changé : appelés à l'époque *investment trusts* et *hedge funds* aujourd'hui. Ces officines avaient alors trouvé le moyen de découpler leurs opérations de leur responsabilité financière et utilisaient massivement l'effet de levier pour multiplier leurs chances de gain. Rien de nouveau donc sous le soleil : les mêmes causes engendrèrent les mêmes effets.

Si le portrait dressé par Galbraith en 1954 avait prévalu, il aurait été clair que les mêmes conditions étaient réunies en 2007 qui avaient existé en 1929 et qu'une crise similaire était donc sur le point d'éclater. La substitution de théories fausses aux théories vraies n'est pas innocente puisqu'elle autorise le retour de crises qu'une prise de conscience du fait qu'une configuration familière, prélude à un désastre, s'est reconstituée, permettrait au contraire d'éviter.

S'il a été possible à la crise qui éclata en 2007 de reproduire celle de 1929, c'est parce que la compréhension de cette dernière s'est perdue à l'occasion d'un processus de sélection entre les différentes explications qui en ont été offertes et où la fausse a éliminé la vraie grâce à l'investissement massif consenti dans l'enseignement et dans la production de la « science » économique par ceux dont l'intérêt est que ces théories fausses prévalent.

Avec le retour de la crise, la réalité réaffirme bien entendu ses droits. La crise offre à la théorie vraie de son origine, l'occasion pour elle aussi d'un retour. Lorsque la stabilité se réinstalle provisoirement, les conditions se reconstituent cependant également qui conduiront tendanciellement au même glissement progressif vers une représentation fautive mais plus favorable aux intérêts des bénéficiaires des rapports de force existant au sein de l'économie et de la finance. Une telle alternance dialectique est inévitable tant que le cadre demeure identique. Des tentatives radicales de rebâtir l'économie et la finance sur des bases entièrement neuves ont eu lieu, il s'est agi chaque fois de paris coûteux, prompts à l'aveuglement à d'éventuelles conséquences négatives, et pouvant par conséquent – et comme l'a tristement confirmé l'histoire – se révéler désastreux.

Un autre moyen de prévenir le retour des crises – moins coûteux et mieux à même de se prêter à des rectifications de tir – consisterait à tenir pleinement compte du fait que l'économie et la finance sont serties dans le fonctionnement des sociétés, et à leur faire dépasser leur stade présent, où leurs dispositions à l'autorégulation et à l'auto-adaptation ne dépassent pas celles d'un processus naturel laissé à lui-même. Il convient de les faire bénéficier d'un progrès similaire à celui qu'a connu le politique avec l'avènement de la démocratie qui constitue elle une institution que les hommes se sont offerte à eux-mêmes grâce à leur réflexion propre et qu'ils ont mise en œuvre par leur industrie, en

remplacement du processus naturel spontané qui la précédait : celui qui aboutit inéluctablement à l'écrasement des plus faibles par les plus forts.

Si l'on tire les leçons de la crise actuelle, comme de toutes les précédentes, les mesures qu'il conviendrait de prendre pour empêcher leur retour peuvent être élevées au niveau de principes, et inscrites à ce titre au sein d'une constitution. Le seul obstacle à procéder de cette manière est l'absence de volonté : les causes de la crise actuelle sont connues, elles sont identiques à celles de la crise précédente, dont les causes étaient déjà connues en son temps – même si l'oubli a été imposé à ce savoir.