

PAUL JORION : LA CRISE DU CAPITALISME AMÉRICAIN

Livre remarquable, ne se laissant pas enfermer dans l'impasse épistémologique habituelle des analystes de la crise récente, qui cherchent désespérément à isoler une cause physique qui déclencherait naturellement tout le reste. Jorion, aussi bien anthropologue qu'économiste, s'attache à décrire la réalité économique dans sa complexité, passant aisément des explications commerciales aux explications sociologiques, et montrant comment les multiples facettes de la société américaine se renforcent ou se contrecarrent. Il prend donc bien en compte la nature humaine des relations économiques, qui amène à considérer les rapports changeants entre croyances et décisions. Son analyse assez poussée des systèmes de croyances et de valeurs américaines (s'inspirant beaucoup des écrits de Tocqueville et Weber) le distingue très largement des autres commentateurs que j'ai pu lire jusqu'ici. A noter aussi, son insistance sur la bulle immobilière, souvent été négligée par les commentateurs en 2008, qui dans le feu de l'action n'avaient plus d'yeux que pour les produits financiers modernes aux noms exotiques.

Je commencerai par récapituler ses principaux arguments, en insistant sur ce qui me paraît particulièrement pertinent ou original. Puis j'essaierai de réfléchir sur certains aspects qu'il n'a pas abordé dans ce livre.

La thèse principale de cet ouvrage de Paul Jorion est que l'économie américaine est soutenue par un vaste processus de « cavalerie », et que son histoire l'empêche de s'en inquiéter.

Son analyse commence par deux chiffres qui sont rarement mis en avant : la première source d'enrichissement des Américains ces vingt dernières années fut l'accroissement de la valeur de leur maison, pour 60%, puis la seconde est celle de leur portefeuille boursier, pour 20%. Leur travail n'intervient curieusement pas.

Comment ces hausses sont-elles possibles?

La notion la plus courante des analyses financières est celle de bulle. Je rejoins fortement Paul Jorion, qui trouve cette notion fort problématique. En effet, on définit en général une bulle comme une hausse indue de la valeur de certains actifs. Mais comment savoir qu'une hausse n'est pas justifiée? Cette définition présuppose qu'il existe une ? bonne ? valeur pour tout actif, dont la valeur pourrait s'écarter dans certains cas. Ce vocabulaire conduit nécessairement à faire

l'hypothèse de l'efficience des marchés, qui, si elle semble aller de soi pour beaucoup de penseurs américains, pose de nombreux problèmes. Je consacre une bonne partie de mon mémoire de M2 dirigé par André Orléan à la discussion de cette conception. Jorion pense qu'il n'y pas de valeur fondamentale objective connaissable, et que toute valeur fondamentale est toujours subjective, personnelle, donc discutable. Il souligne que les prix reposent par nature sur les croyances, projets et anticipations des deux transacteurs. Il l'illustre à la fin de son ouvrage par l'histoire de deux vendeurs diamants qui s'achètent la même pierre à plusieurs reprises à un prix croissant pensant que l'autre détient des informations plus précises. Pourtant, ces deux vendeurs sortent gagnants de l'aventure, puisqu'ils parviennent à vendre leur pierre à une tierce personne pour un prix mirobolant. Finalement, les croyances créent bien de la valeur, et la richesse ne repose pas sur des fondements tangibles.

Mal à l'aise avec le concept fourre-tout de bulle, Paul Jorion voit plus probablement dans ces hausses importantes une sorte d'immense schéma de Ponzi.

Rappelons ce qu'est un schéma de Ponzi (ou « cavalerie » en français), bien que, grâce à Bernard Madoff, le concept soit devenu fameux depuis la sortie du livre de Jorion. On propose à un groupe de personnes de nous confier leurs économies, pour leur rendre ultérieurement une somme plus élevée. Mais cette plus-value n'est pas issue d'une utilisation habile du capital; le système repose seulement sur une augmentation permanente du nombre de nouvelles recrues, dont l'argent frais sert à payer les anciens. Tant que ce flux d'arrivants augmente à une vitesse suffisante, et que suffisamment peu de personnes essaient de retirer leurs fonds, le système perdure.

On note tout de suite les deux conditions de fonctionnement d'un schéma de Ponzi : l'affluence toujours croissante de nouvelles recrues, et la croyance que les gains de valeur obtenus par ce biais sont tangibles.

Bien sûr, la fin d'un schéma de Ponzi est cataclysmique : dès qu'un peu trop de personnes commencent à retirer leurs gains, il n'est plus possible de payer les intérêts des autres, et la panique s'empare de tous. Mais ils découvrent vite que leurs économies sont parties en fumée.

Pourquoi, selon Paul Jorion, la Bourse est-elle une cavalerie?

L'absence de fondement objectif pour la valeur (toute analyse dite fondamentale reposant sur un choix de paramètres arbitraires), l'impossibilité de détecter une bulle a priori (puisque tout peut être expliqué par des changements de fondamentaux), la nature fiduciaire du prix, suppriment les rétroactions négatives qui pourraient avoir tendance à limiter les variations de prix. Les rétroactions positives (hausse du prix quand les acheteurs deviennent

plus nombreux) sont elles bien présentes. La Bourse, selon le prix Nobel Robert Schiller entre autres, peut donc être assimilée à une processus spontané de cavalerie. Des recrues toujours plus nombreuses sont attirées par la hausse apparemment permanente des prix; des justifications fondamentales peuvent toujours être trouvées à ces hausses de prix.

Pourquoi le marché de l'immobilier est-il quant à lui une cavalerie?

D'une part, la croissance de la population et les programmes d'accession à la propriété pour une frange de la population de plus en plus pauvre assurent l'arrivée constante de nouvelles recrues; d'autre part, tous les aspects de la société américaine se mettent en cohérence pour faire considérer à tous la hausse des prix comme naturelle et justifiée.

Ce que Paul Jorion montre avec talent, c'est de quelle façon les deux conditions du schéma de Ponzi sont particulièrement faciles à obtenir aux Etats-Unis. Et selon lui, finalement, tous les traits étranges de la société américaine sous l'oeil européen peuvent se comprendre comme conséquence de la fondation des Etats-Unis, en 1620, par des colons puritains à Plymouth.

Premier élément, la construction du pays basée sur l'immigration, captant des ressources humaines qui ont été fabriquées ailleurs sans que les Américains le notent, leur fait considérer comme normal l'afflux permanent de nouveaux participants. Second élément, la natalité toujours dynamique aux Etats-Unis, contrairement à beaucoup d'autres pays développés, n'amène pas les Américains à considérer la possibilité même d'une diminution de la population.

Quant au système de croyances qui rend tangible les gains, il est plus complexe mais procède de la même origine. La confiance en la « main invisible » du marché (même si Jorion affirme qu'il s'agit plus d'une boutade sous la plume de Smith), ainsi que la croyance en l'efficacité des marchés (quand bien même on ne verse plus de dividendes et que toute évaluation repose sur des revenus comptables aisément manipulables), repose selon lui sur une méfiance instinctive du paysan face à toute forme de gouvernement, acquise après des siècles de spoliation de son travail. L'origine rurale de l'immigration américaine perdure dans les catégories intellectuelles utilisées par ceux-ci et cause cette méfiance viscérale face à l'administration. Cette méfiance fait même oublier aux intellectuels les conditions institutionnelles précédant la validité du théorème de Walras, notamment le respect d'un Etat de droit, la connaissance exacte des marchandises échangées. Détestant l'Etat par principe, se pensant comme immigrés arrivés libres de tout bagage social et intellectuel en terre nouvelle, ils oublient plus facilement les limites naturelles de la coordination par le marché, et refusent spontanément toute action d'une autorité quelconque pour déplacer l'équilibre ? naturel ? du marché.

Malgré tout, cette confiance en la Bourse n'est pas irrationnelle : Jorion a comparé le rendement annuel moyen de la Bourse dans 39 pays sur 70 ans, et la Bourse américaine a obtenu les meilleurs résultats. Il envisage plusieurs explications : continuité des marchés due à l'isolement géographique, économie plus efficace due à l'utilisation habile d'une immigration de qualité (aspect que les Américains ne semblent pas percevoir), ou bien processus financier auto-entretenu jaillissant sur l'économie entière et reposant sur la puissance militaire américaine... Nous y reviendrons en dernière partie.

D'où vient quant à elle la confiance dans les gains immobiliers? Le système de croyances qui les rend tangibles est encore plus fort, car s'intégrant encore plus profondément dans la mentalité rurale américaine. L'Américain ne conçoit de vie digne qu'en tant que propriétaire, qui agrandit sa maison tout au long de sa vie, jusqu'au moment du départ de ses enfants où il déménage dans un habitat plus petit et profite de la plus-value dégagée pour vivre une retraite paisible. La villa fait partie intégrante du rêve américain. L'importance de cette notion de propriété parée de nombreuses vertus morales explique les subventions nombreuses accordées par l'administration à tous ceux qui souhaitent devenir propriétaires. Peu importent les échecs : une faillite personnelle est pensée comme un passage douloureux qui doit nécessairement pouvoir être surmonté en un temps relativement court. Alan Greenspan lui-même n'a eu de cesse de tenter d'expliquer qu'il est normal que le prix des maisons monte, puisque les gains de productivité dans la construction sont moins importants.

C'est finalement l'encastrement dans la culture américaine d'un certain nombre de caractéristiques qui rend la société américaine particulièrement sensible aux schémas de Ponzi et aux emballements économiques de toutes sortes. L'optimisme, condition nécessaire à l'émigration en terre inconnue, fait sous-estimer les risques. La mémoire courte, corollaire de l'optimisme, fait oublier tous les scandales, et les scandales boursiers aussi, notamment les manipulations comptables généralisées lors de la bulle internet. L'omniprésence du rêve américain, qui veut qu'une réussite individuelle rapide soit considérée comme possible, fait que personne ne met en doute la richesse que lui-même ou son voisin vient d'acquérir. Enfin, la réminiscence permanente de la notion calviniste de prédestination a un impact considérable. Parant les gagnants d'un jour de toutes les qualités et faisant croire à tous que les perdants du système le méritent, ce concept de prédestination a formé, formaté les mentalités américaines, leur rapport au succès et à l'argent. Il contribue à rendre admirable les ? escrocs qui réussissent ?, et donne à tous l'envie de se jeter dans le dernier ? bon plan ? sans perdre trop de temps à hésiter.

La volatilité économique américaine donc été façonnée, créée même, par l'histoire unique de ce pays.

Grâce à son explication en termes de cavalerie, Paul Jorion parvient à une interprétation limpide des crises passées et à venir.

Dans des passages ensuite plus classiques, Paul Jorion détaille les manipulations comptables qui ont conduit à la bulle internet, ainsi que les mécanismes conduisant au surendettement des ménages pauvres et à la hausse des prix immobiliers : baisses d'impôts multiples lors d'achat immobiliers, omniprésence des cartes de crédit aux conditions floues, amortissement négatif, qui conduit à une hausse du montant des dettes, pratiques de vente agressives et déloyales pour les prêts subprime... Ces pratiques peu amènes, et ces subventions dispensieuses sont bien acceptées par tous les bords politiques et par la population, puisqu'elles résonnent à merveille dans l'imaginaire américain. Les conséquences néfastes sont négligées face au but grandiose que servent ces démarches.

Jorion s'interroge ensuite sur la persistance des effets pervers de ce système, effets pervers qui auraient été dénoncés et attaqués bien plus vite en Europe. Il constate qu'aux Etats-Unis, inconsciemment pétrie de culture calviniste et de prédestination, inégalité et précarité sont fondamentalement acceptables dans la société américaine pendant des périodes de prospérité, tant que le succès individuel reste possible et que la majorité s'en sort, et que le programme d'accession à la propriété pour tous n'a jamais vraiment été remis en cause...

Paul Jorion explique à la fin de son livre, écrit en 2004, pourquoi la crise lui semble de plus en plus probable.

Première cause majeure, le déficit en nouvelles recrues, dû au départ à la retraite de la génération baby-boom puis au durcissement de la politique d'immigration suite au 11 septembre. Le ralentissement de l'arrivée des nouvelles recrues est la première cause de l'explosion d'un schéma de Ponzi.

Seconde cause majeure, l'intrication croissante entre stabilité financière et santé du marché de l'immobilier. Une baisse du dollar augmenterait les taux auxquelles les organismes de crédit peuvent se refinancer, ce qui les mettrait mal à l'aise, et augmenterait les mensualités payées par les particuliers. Dans l'autre sens, le marché des créances titrisées est devenu un marché à très forte capitalisation, et sa mauvaise santé perturberait l'ensemble des marchés financiers. Ainsi, un problème dans l'un ou l'autre des deux schémas de Ponzi que Jorion a identifié (Bourse et immobilier) ferait exploser les deux simultanément, laissant présager des conséquences dantesques...

Troisième cause majeure, l'apparition de phénomènes dit de « falaise de crédit » pour les particuliers, avec la mise en place d'une notation individuelle qui augmente les intérêts à chaque difficulté traversée par un particulier. Cet effet de

seuil risque bien sûr d'augmenter les faillites individuelles et donc soit d'entamer la santé des fournisseurs de crédit soit de limiter leur capacité à apporter de nouvelles recrues au marché. Mais cette note individuelle qui persiste a aussi un effet plus insidieux : empêchant la « remise à zéro » de tous les compteurs après une faillite, elle vient saper une base du modèle social américain, qui veut qu'on offre à chacun une seconde chance après un échec. C'est en partie cette possibilité permanente de seconde chance qui fait accepter les inégalités plus criantes qu'ailleurs. Cette remise en cause du rêve américain ralentit l'arrivée de nouvelles recrues dans le marché immobilier, mais elle porte aussi en elle les germes de la contestation sociale future.

Quatrième cause majeure : le surendettement des ménages américains va de pair avec un déficit extérieur abyssal. L'existence de ce déficit extérieur est à l'origine d'un jeu stratégique entre banques centrales américaines et asiatiques. Japonais et Chinois sont en effet de gros acheteurs de dette américaine, en grande partie parce qu'ils souhaitent tous les deux éviter le renchérissement de leur monnaie par rapport au dollar ce qui pénaliserait leurs exportations. Ils luttent donc contre l'affaiblissement du dollar dû au déficit extérieur américain par l'achat de montagnes de dettes américaine libellée en dollars. Finalement, aujourd'hui, les Américains ne contrôlent plus leur monnaie. Cet état de fait limite beaucoup leur capacité de réaction, et empêche les stratégies spontanées qu'ils pourraient mettre en place pour dégonfler les prix leur marché immobilier (la hausse des taux dollar notamment peut être contrecarrée par une vente massive de dollars possédés par les banques asiatiques...).

Sur ces causes de crise, force est de constater que Paul Jorion a été extrêmement perspicace. Les différents effets qu'il a identifiés sont entrés en résonance pour causer l'énorme crise financière et économique qu'on a connu fin 2008.

Après ce résumé des thèses les plus originales de Jorion, éclairé par l'histoire récente, je vais tenter d'approfondir certains aspects qu'il n'a pas abordés dans son œuvre.

La cause profonde de la cavalerie américaine est-elle vraiment leur naïveté guidée par leur histoire, ou s'agit-il d'une stratégie de développement économique risquée mais délibérée?

Jorion détaille finalement assez peu la façon dont démarre la cavalerie qu'il décrit dans le marché immobilier américain. Il fait principalement allusion au

détournement de ressources d'autres secteurs productifs vers l'immobilier, détournement facilité par les distorsions fiscales accordées par les différents gouvernements en faveur de l'immobilier. Si ce démarrage spontané, fortuit, d'un schéma de Ponzi dans l'immobilier semble possible, on peut aussi envisager l'hypothèse d'un déclenchement moins aléatoire.

Ne peut-on pas y voir la conséquence d'une création monétaire trop rapide par les institutions financières américaines (dollars directement créés par la banque centrale, ou bien endettement plus important des particuliers concédés par les banques...)? Dans une vision keynésienne de la monnaie, la création de monnaie lors d'un prêt pour financer un investissement ne pose pas de problème particulier (si l'investissement tient suffisamment ses promesses pour rembourser le financeur), mais si la création de monnaie n'est pas tirée par l'arrivée de nouveaux projets productifs, mais simplement autorisée ou décidée par le système bancaire pour dynamiser l'économie américaine, il faut craindre que le capital aille là où il peut s'accumuler rapidement, à savoir dans les actifs boursiers et immobiliers...

A mon sens c'est cette création monétaire (nouvel endettement des ménages, ratios moins pénalisants pour les banques, et peut-être impression de dollars par la Fed) qui est à l'origine de la cavalerie décrite par Jorion. D'ailleurs aujourd'hui les Américains accusent les Chinois d'être coupables de la crise en conservant la dette américaine au lieu de l'investir chez eux ou en Afrique : ils font donc bien ce même raisonnement, accusant l'accumulation de liquidité non utilisée d'être à l'origine des bulles. Cela prouve aussi qu'ils sont conscients d'avoir créé de la liquidité. Demander ensuite aux autres de savoir s'en servir pour éviter les instabilités mondiales est sans doute un peu osé, quand on est la cause de ces instabilités, mais malgré tout, ce remède proposé par les Américains augmenterait la stabilité économique. Mais il n'est sans doute pas possible pour les Chinois d'investir cet argent plus vite qu'il ne l'ont déjà (trouver des idées prend du temps), et leur vitesse de dépense actuelle est visiblement inférieure à celle à laquelle les Américains créent de la monnaie...

Ainsi, Jorion présente la société américaine comme victime de son héritage culturel qui la rend naturellement sujette aux emballements économiques. En quelque sorte, il raisonne comme si les Américains n'avaient pas compris ce qui leur arrive, et subissaient leurs idiosyncrasies. Mais imaginons un instant qu'ils soient justement « moins stupides qu'ils en ont l'air », de même que Jorion décrit George W Bush, en expliquant que c'est là une qualité reconnue et appréciée aux Etats-Unis.

Dans ce cadre de pensée, avec leur forte création monétaire (par endettement, et peut-être par impression de monnaie), ils ont trouvé un nouveau

ressort à leur croissance depuis une quinzaine ou vingtaine d'années. Les monétaristes disent qu'à long terme la création de monnaie ne conduit qu'à une hausse des prix, mais un effet Cantillon les déforme probablement, rendant donc plus riches ceux chez qui la monnaie a été créée (les Américains) au détriment de tous les autres, qui voient la valeur des dollars qu'ils possèdent diminuer.

Les Américains déclenchent ainsi un gigantesque schéma de Ponzi chez eux, attirent les talents du monde entier dans leurs universités, développent de nouvelles innovations, pour profiter d'une croissance endogène plus élevée que le reste de la planète. Le schéma de Ponzi conduit donc à la hausse des prix des actifs boursiers et immobiliers américains, qui se traduisent en pouvoir d'achat réel pour le consommateur américain grâce à leur système de cartes de crédit. Bien sûr, leur dette s'accumule face aux Chinois notamment, mais ceux-ci choisissent de financer la dette américaine pour garder leur monnaie à un niveau très bas et attirer le maximum de travail chez eux, travail dont ils ont fort besoin pour sortir leurs paysans de la misère. C'est finalement le pauvre, le Chinois, qui paie le riche, pour qu'il continue à dépenser son argent chez lui. Alors bien sûr, les Chinois acquièrent un avantage stratégique sur les Américains (ils peuvent décider quand vendre tous leurs dollars et déclencher une crise), mais ils courent aussi un grand risque : que les Américains ne paient jamais leur dette. Protégés par leur immense armée, ils ne risquent rien en pareil cas... Jorion cite d'ailleurs deux fois un analyste qui affirme « *Sans notre puissance militaire, le déclassement de notre dette irait de soi...* ». N'est-ce pas finalement une excellente solution que les Américains ont trouvé là pour prolonger leur succès économique?

La crise actuelle peut-elle donc rebattre les cartes?

Plus d'un an après la chute de Lehman Brothers, il semble qu'on soit revenu au « business as usual ». Comme Jorion l'avait prévu, il n'y a plus aucune limite en cas de crise, et les réactions ont été à la mesure des enjeux. L'endettement des Etats est devenu massif, sans doute au-delà de ce qui pensable auparavant. Mais la faillite de l'Etat américain n'apparaît aujourd'hui pas plus probable que celle d'un autre Etat, et le transfert massif des investissements en dollars vers l'euro que les analystes craignaient ne s'est pas produit. Mais les financiers sont aujourd'hui inquiets : le Japon est un pays vieillissant et complexe, le yen n'est donc pas un investissement parfait; le système financier chinois est bloqué, opaque, le change est contrôlé ; l'euro n'est guère plus rassurant, car personne ne connaît la réaction qu'aurait l'Union Européenne face à la faillite d'un de ses membres (au hasard, la Grèce). S'ils laissaient tomber un Etat, c'en serait fini de l'union monétaire, car tous les spéculateurs attaqueraient les petits pays les uns après les autres. Donc finalement, le dollar ne faiblit que mollement, malgré la crise profonde que traversent les Etats-Unis.

Le pari américain d'un modèle de croissance plus risqué mais plus efficace est-il donc réussi? Dans l'histoire assez récente, des crises financières ont souvent mis à mal les puissances dominantes ou émergentes (les ardeurs japonaises notamment ont été calmées par la crise des années 90). Les Etats-Unis, bénéficiant de l'expérience nippone, parviendront-ils à sortir de celle-ci sans perdre leur statut de superpuissance? L'avenir le dira. Mais s'ils y parviennent comme ils semblent être en train de le faire, c'est-à-dire en accélérant la production de liquidités, où donc aura lieu la prochaine crise? Où ira le capital en trop qu'on n'arrive pas à investir de façon productive? Retournera-t-il aux Etats-Unis sous une forme ou une autre? Envahira-t-il la Chine, dont le système financier sclérosé est fragile? Encore une fois, il semble fort difficile de savoir de quoi demain sera fait. Il est à parier qu'entre Chine et Etats-Unis, c'est celui qui saura éviter les crises financières, ou les gérer convenablement, qui dominera le monde économique dans les décennies à venir...