

Manifeste pour l'économie réelle. Les économistes ont-ils une responsabilité dans la crise ?

PAROLES D'ÉCONOMISTES

L'auteur de cet article propose une enquête sur la responsabilité des économistes dans la crise actuelle. Dans le contexte de la révolution libérale-monétariste, ils ont fourni, avec l'hypothèse des marchés efficients, le cadre intellectuel qui a justifié la dérégulation financière, avant d'engendrer l'emballement incontrôlé de la spéculation à crédit, dont l'explosion prévisible a débouché sur la crise financière et la récession économique qui la suit. Alors que le paradigme « EMH » (*Efficient market hypothesis*) vient de s'effondrer trente ans après les paradigmes marxiste et keynésien, quelle représentation pertinente de l'économie réelle faut-il aujourd'hui rechercher ?

par Christian STOFFAES*

« Ils auront fourni des arguments d'apparence scientifique à la spéculation la plus sophistiquée de l'histoire. »
Discours introductif au colloque du dixième anniversaire du krach Lehman
(New York, 15 septembre 2018).

CRISE ÉCONOMIQUE, CRISE DES ÉCONOMISTES

En principe, quand les banquiers sautent par la fenêtre, les économistes devraient entrer par la porte. La crise n'est-elle pas la justification de l'économiste, comme la maladie est celle du médecin ? Mais au tribunal pénal international de la crise économique, les économistes sont eux aussi sur le banc des accusés. Car si des erreurs ont été commises, c'est parce que notre vision était erronée.

Et la vision de l'économie est façonnée par ceux qui la pensent. La crise est donc aussi une crise de la représentation : ceux qui sont chargés d'en façonner le cadre intellectuel n'ont rien vu venir. Au contraire, ils ont fourni l'argumentaire scientifique (ou, plutôt, d'apparence scientifique...) à l'hystérie spéculative.

Faut-il condamner en bloc la profession des économistes ? Certes, on trouve toujours des gourous auto-proclamés, prophètes de mauvais augure : mais quand le procès est celui d'une époque, tout dissident est inaudible.

Que s'est-il passé ? C'est avec le recul de l'histoire que l'on pourra effectuer un tri entre les différentes hypothèses. Car, aujourd'hui, nous sommes encore plongés dans le trouble. Entre les causes profondes et les causes immédiates, les explications se bousculent. Un nouveau 1929 ? La fin de la globalisation ? La condamnation du capitalisme ? Le basculement du monde de l'Occident vers l'Asie ? Le déclin américain ? Assistons-nous à la fin

* Ingénieur général des mines, CGIET.

d'un monde, à un bouleversement des structures de l'économie, de la hiérarchie des nations, des idéologies politiques ?

Ou bien s'agit-il d'une simple crise cyclique – une fluctuation conjoncturelle, un peu plus prononcée, après laquelle tout repartira comme avant ? Le monde ne s'est-il pas sorti sans trop d'encombres de l'éclatement de la « bulle Internet », de la « crise asiatique », de la « crise russe », pour se limiter aux chocs les plus récents !

On peut certes se complaire dans l'appel à la révolution ou dans les vœux pieux. Fustiger – au choix, selon ses opinions : la responsabilité du capitalisme, du libéralisme, de la globalisation... Accuser : la cupidité de Wall Street, les spéculateurs... Incriminer : le cartel de l'OPEP, la propension irrésistible de la Chine à épargner et celle, non moins irrésistible, de l'Amérique à consommer à crédit...

Autant d'économistes, autant de diagnostics. Trop d'explications, c'est en réalité ne rien expliquer : les mises en cause vindicatives et les généralités ne sont qu'un rideau de fumée pour détourner des analyses pertinentes – c'est-à-dire de celles que l'on peut tester et qui débouchent sur des solutions.

UNE SPÉCULATION QUI S'EST MAL TERMINÉE

Revenons à quelques constats de base. L'essence de la crise, c'est une spéculation à crédit sur des titres financiers, qui s'est mal terminée. L'explosion de la bulle, c'est lorsque le marché se retourne. La crise financière, c'est le défaut sur la dette : l'incapacité de faire face aux engagements. La crise économique, c'est quand la contraction du crédit se propage jusqu'aux faillites d'entreprises et au chômage de masse, en attendant le protectionnisme, ou pire.

Un grand classique, en somme : ainsi en 1929, où les particuliers ont spéculé en bourse avec l'argent prêté par leurs banquiers. Mais cette fois la vague spéculative a été d'une ampleur colossale et dissimulée aux regards par la complexité des instruments financiers qui lui ont servi de support. Et parce que l'hystérie spéculative irrationnelle a été entretenue par les arguments fournis par les économistes, eux dont la déontologie scientifique est en principe de faire triompher la raison sur la passion. On s'attachera ici à expliquer comment l'hypothèse de la perfection des marchés financiers a discrédité toute intervention publique, toute réglementation entravant le libre fonctionnement, toute norme – y compris de prudence face aux risques. Et comment cette perversion du bon sens a permis une spéculation à crédit sans couverture, qui a engendré l'effondrement.

Le monde d'avant, c'est l'anticipation haussière – quand la hausse continue du prix des actifs immobiliers et financiers entretient l'illusion d'un enrichissement sans fin, quand elle suscite la spéculation à crédit, la fièvre consummatrice, l'endettement échevelé et la finance conquérante : c'est la confiance euphorique, le monde inflationniste.

Le monde d'après, c'est la chute des prix, l'insolvabilité, la cession des actifs, le désendettement, le rapatriement des fonds, la course à la liquidité, l'épargne de précaution, la chute de la consommation, la finance ruinée et humiliée, le resserrement du crédit, les faillites, les licenciements, le chômage de masse : c'est la méfiance généralisée, le monde déflationniste.

Toute phase d'hystérie spéculative, comme il s'en est produit régulièrement au cours de l'histoire économique (1), repose sur des rumeurs, qui déclenchent les « esprits animaux » de la cupidité auto-persuasive (2). Des tulipes d'Amsterdam à la Rue Quincampoix, des cours de bourse des *roaring twenties* à l'immobilier et à l'art contemporain, la spéculation repose sur l'anticipation d'une progression continue des prix. Le krach, c'est lorsque l'on a spéculé à crédit et que l'on ne peut plus rembourser la dette spéculative. C'est bien ce qui s'est produit cette fois, à travers des mécanismes hautement sophistiqués qui ont rendu obscur un schéma, dont l'analyse est pourtant simple.

Cette fois, le krach ne s'est pas produit sur les titres du Mississippi, mais sur des prêts à risque consentis à des emprunteurs incapables de rembourser les prêts hypothécaires « de second choix » (*subprime*). Ces prêts ont été échangés sur les marchés financiers, acquis à crédit et assurés sans couverture, ce pour le plus grand profit d'intermédiaires percevant des commissions sur le commerce des titres : les *fees*, générateurs de *bonus*. De vertigineuses prises de risques se sont trouvées dissimulées au sein de « titres financiers structurés complexes », de « produits dérivés », de « véhicules » hors bilan, soi-disant assurés contre les défaillances d'emprunteurs par des polices d'assurance, qui en réalité n'assuraient contre rien... Il était inutile d'émettre le moindre doute, de mettre en garde, de poser la moindre question : la science économique garantissait tout.

C'est là que réside la responsabilité des économistes. Si l'on n'a rien vu venir, c'est parce que la « profession » a fourni le cadre de pensée permettant de rejeter toute régulation, de contourner systématiquement les normes prudentielles les plus élémentaires, de réduire à l'impuissance les régulateurs des marchés et les contrôleurs des institutions financières et d'affirmer que les bulles spéculatives étaient devenues impossibles. Inutile de poser des questions : le marché financier prend soin de tout.

Coupables dans la propagande spéculative, fautifs dans la prévention, les économistes ont tenté de se rattraper dans la guérison, arguant du fait que le cycle fatal de 1929 et de la Grande Dépression a pu être enrayé. Au prix d'ailleurs d'un reniement spectaculaire puisqu'en l'espace de quelques jours, au lendemain du krach, les principes ont été rejetés, engageant sans mesure les crédits publics pour sauver les banques ayant failli.

Mais la crise est-elle vraiment terminée ? Peut-on s'estimer rassurés par le redressement (partiel) des cours de bourse et par la timide reprise de l'économie, alors que

(1) Cf. Charles P. Kindleberger : *Manies, paniques krachs* ; 1978.

(2) Cf. John Maynard Keynes : *Théorie générale* ; 1936.

les taux d'intérêt sont à zéro, que la planche à billets fonctionne à plein régime, que les créances insolubles continuent de peser sur les bilans des banques, que des échéances de remboursement artificiellement différées vont arriver à maturité ? Pendant ce temps, la spéculation et les super bonus continuent de prospérer sur les marchés financiers, le chômage de masse s'installe, les déficits publics atteignent des proportions de temps de guerre et l'inflation menace, alors que se profile le risque des défauts souverains et des rétorsions protectionnistes.

LE CONTEXTE POLITICO-IDÉOLOGIQUE : LA RÉVOLUTION LIBÉRALE MONÉTARISTE

Par quel mécanisme les théories des économistes ont-elles débouché sur la crise ? La crise financière est le produit d'une crise de la représentation. Les économistes portent une responsabilité certaine dans ce qu'on a appelé la « dérégulation » et la « financiarisation » de l'économie. Mais ils ne sont responsables que parce que le contexte de notre époque a favorisé la prise de pouvoir intellectuel d'une école de pensée.

Si le procès est en réalité celui du *Zeitgeist*, il faut parler des influences réciproques qu'exercent entre elles la science économique et la politique. John Maynard Keynes, le père fondateur de la politique économique moderne, faisait observer que les dirigeants politiques, tout aussi pragmatiques qu'ils se croient, ou prétendent l'être, sont inconsciemment les esclaves d'obscurs universitaires. Le soi-disant « bon sens » ne fait que refléter le cadre fabriqué par les maîtres à penser.

Le professeur de Cambridge, bien évidemment, s'appliquait à lui-même cette réflexion, sans imaginer sans doute que sa propre statue serait à son tour renversée, un demi-siècle après l'édition de la *Théorie générale*, par un non moins obscur professeur de Chicago, Milton Friedman. De même que Keynes avait renversé les icônes de l'école néo-classique : le grand maître de Cambridge, Alfred Marshall, qui professait qu'il suffisait d'attendre que la récession se résorbe d'elle-même, et la tête de turc favorite du krach de 1929, le professeur de Yale, Irving Fisher, qui proclamait, à la veille du Jeudi noir, que la bourse avait atteint un « niveau permanent de stabilité » ! La théorie libérale-monétariste, qui a submergé la science économique contemporaine, ne se comprend, en effet, que par référence à la « révolution politique conservatrice », ainsi que l'on a dénommé les changements politiques intervenus dans les deux grands pays anglo-saxons avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher au Royaume-Uni (en 1979) et avec celle de Ronald Reagan aux Etats-Unis (en 1980). Bien plus qu'une simple alternance démocratique, il s'est agi d'un changement d'époque idéologique.

La théorie économique a-t-elle précédé la révolution politico-idéologique, ou bien lui a-t-elle servi d'argumentaire scientifique ? La causalité se lit, en réalité, dans les deux sens. C'est la stagflation qui signalait alors l'échec de l'intervention de l'Etat dans l'économie : déficit bud-

gétaire pour relancer le plein emploi, puis plus d'inflation, puis plus de chômage... L'hyperinflation des années 1970 avait débouché sur la non convertibilité du Dollar et sur les chocs pétroliers, avec 15 % de chômage et 25 % d'inflation dans l'Angleterre du Labour Party, à peine moins dans l'Amérique des Démocrates. Ne l'oublions pas, en ces temps devenus anti-libéraux... Fatigués des hausses d'impôts et des réglementations, désorientés par les dérèglements monétaires, excédés des revendications syndicales et des surenchères dépensières, les opinions publiques réclamaient une rupture. Les partis politiques conservateurs, soutenus par les opinions publiques, décidèrent d'agir contre la stagflation grâce à des programmes radicalement nouveaux. Les gouvernements s'engagèrent dans la baisse des impôts, le recul de l'Etat-providence, la privatisation des entreprises nationalisées, la dérégulation, l'ouverture des services publics au privé et à la concurrence.

Dans la science économique, l'impératif de la lutte contre l'inflation imposa la victoire de Milton Friedman et de l'école monétariste, et le rejet de l'école keynésienne. L'« anti-Keynes », dans son œuvre fondamentale, *Histoire monétaire des Etats-Unis* (1963), a proposé une lecture révisionniste de 1929 et de la Grande Dépression, causés selon lui par l'instabilité de la politique monétaire, et non par une insuffisance des interventions de l'Etat. Pour remédier aux déficits publics, le point-clé est l'indépendance de la Banque centrale, afin de soustraire la création de la monnaie à la démagogie des gouvernements. *Capitalisme et liberté* et *Free to choose* (1980) font connaître Milton Friedman à une opinion désorientée, à la recherche d'un nouveau gourou. Le jury Nobel le couronne en 1976.

Le changement de paradigme répond en écho à la rupture politique. En construisant un argumentaire scientifique à la nouvelle vision politique, les friedmaniens confèrent cohérence et légitimité à la vague néo-conservatrice. Friedman a fait prendre conscience que la manipulation soi-disant sophistiquée des politiques fiscales, budgétaires et monétaires – le *policy mix* censé assurer la régulation conjoncturelle du plein emploi keynésien – débouche, en fait, sur les déficits publics, le déchaînement de la spirale prix-salaires et les chocs pétroliers. En définitive, l'obsession du plein emploi tue l'emploi. Trop d'impôt tue l'impôt. La « proposition 13 » amorcée en Californie la révolte fiscale. La politique économique doit, dès lors, se réduire à son expression minimale : la politique du taux d'intérêt des interventions de la Banque centrale, guidée par la stabilité des prix.

Révolution copernicienne : les vérités économiques d'hier deviennent les erreurs d'aujourd'hui, et réciproquement. « *L'Etat est le problème, pas la solution* », répètera inlassablement Ronald Reagan.

Ces idées radicalement nouvelles (à l'époque) se répandent rapidement dans le monde. C'est de longue date que la politique mondiale se joue dans les débats de politique intérieure américaine, avant de se diffuser dans le monde. Ce changement de paradigme dans le monde des économistes joue un rôle décisif dans la rapidité

spectaculaire de la propagation universelle du néolibéralisme. Les « Chicago Boys » partiront prêcher la nouvelle vulgate aux quatre coins de la planète : du Chili de Pinochet à la Russie post-soviétique. En Europe, la construction du Grand Marché servira de relais, à travers les directives d'ouverture à la concurrence des monopoles publics. En Amérique latine, c'est le FMI volant au secours des pays atteints par la crise de la dette, qui sera le vecteur de la révolution libérale. Le « consensus de Washington » impose partout la violence de la rigueur monétaire.

Les résultats ne se font pas attendre. En l'espace de quelques mois, au début des années 1980, les inflations américaine et britannique sont maîtrisées par des taux monétaires dissuasifs. Le contre-choc pétrolier calme les marchés de matières premières. Les taux de change se stabilisent. Puis, durant un quart de siècle, s'instaure une période de croissance d'une vigueur et d'une durée exceptionnelles, qui se répand partout dans le monde, *via* la globalisation.

De son côté, le contre-modèle, – l'économie planifiée, sera peu après discrédité par l'effondrement de l'Union soviétique. La chute du communisme achève d'accréditer le libéralisme. Dans le Tiers Monde – un concept géopolitique qui n'a pas non plus résisté à l'effondrement du bloc de l'Est – les théories autocentrées et étatistes du développement, d'inspiration marxiste et anticolonialiste, ont fait faillite. Les Dragons exportateurs de l'Asie du Sud-Est ont gagné ; la Corée du Sud l'a emporté sur celle du Nord ; les « grands Emergents », comme on les appelle aujourd'hui, se convertissent à l'économie de marché et à l'intégration dans la globalisation : Moscou ayant donné l'exemple, comment Pékin, Delhi, Brasilia pourraient-elles ne pas privatiser à leur tour ?

Planification, entreprises publiques et politique industrielle ne font plus recette. Partout, on privatise, on ouvre les frontières et la concurrence. Partout, l'Etat-providence régresse. Le socialisme prend ses distances avec le mouvement syndical : le Labour britannique et le SPD allemand renouent avec la tradition libérale de la Gauche européenne. Le *mainstream* moutonnier des économistes voue dès lors aux gémonies toute interférence de l'Etat dans le fonctionnement de l'économie. La « politique économique », déclarée morte et enterrée, se restreint, désormais, à assurer la stabilité monétaire, à réduire les impôts, à éliminer les réglementations hostiles à la libre-entreprise et au libre-commerce. Il n'existe plus aucun problème que le gouvernement doit prendre en charge : le marché prend soin de tout ; toute intervention de l'Etat est considérée comme une distorsion créatrice de déséquilibres et d'inefficacité.

S'ensuivra une phase de prospérité dans une stabilité jamais vue auparavant. L'Amérique du Nord, au centre de l'économie mondiale, connaît une croissance annuelle de 4 % sur vingt ans, deux millions d'emplois étant créés chaque année. Même l'ex-homme malade de l'Europe, le Royaume-Uni, devenu ultra-thatchérien, se redresse. La globalisation a pour effet que de nouvelles zones de la planète sortent du sous-développement et

accèdent aux échanges internationaux. Les résultats semblent parler d'eux-mêmes. Dans ces conditions, comment pourrait-on ne pas être libéral ? Comme le proclamait dix ans auparavant le républicain Richard Nixon : « *Nous sommes tous devenus keynésiens* ».

Ce n'est certes pas Milton Friedman qui, à lui seul, aurait créé la révolution conservatrice. Sans elle, l'école de Chicago ne serait restée qu'une secte provinciale. Le paradigme monétariste, servi par son brillant talent de polémiste (à l'égal de celui de Keynes), a simplement rencontré une époque qui semblait l'attendre et une théorie pour donner une cohérence scientifique à ses aspirations et à son désir de changement. *A contrario*, sans Friedman et ses disciples, la révolution libérale n'eût pas emporté la planète avec la même inexorable puissance.

LE PARADIGME DE L'EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS (EMH) : UN PONT TROP LOIN

L'approche libérale appliquée au marché financier a ensuite dégénéré en dogme. Toute vague spéculative s'appuie sur un climat d'euphorie. Cette fois-ci, l'euphorie s'est fondée sur la croyance en l'efficacité suprême des marchés financiers, la globalisation heureuse et la prospérité sans fin grâce à la dérégulation.

Dans l'euphorie de leur hégémonie, les idéologues n'ont pas su s'arrêter. Comment auraient-ils pu faire preuve de retenue, alors que, partout dans le monde – en particulier chez les nouveaux convertis de l'Est – on célébrait la « fin de l'histoire » qu'aurait signée la victoire définitive de l'économie libérale ?

Poursuivons l'analyse. Avec la révolution monétariste, la politique économique se réduit désormais à la lutte contre l'inflation. La Banque centrale est placée au centre du pouvoir. La désinflation a renversé le rapport de force entre débiteurs et créanciers. Les marchés financiers contrôlent désormais les droits de propriété. C'est ainsi que s'est imposé le paradigme du marché financier omniscient.

L'hypothèse du marché efficient : EMH – bien mieux que des théories absconnes, les formules ramassées incarnent la clarté aveuglante du concept. Mieux que dans les mots, les révolutions intellectuelles s'incarnent dans la beauté des équations mathématiques. C'est avec la formule $E = mc^2$ qu'Albert Einstein a changé notre regard sur le monde de la physique. *L'Efficient Market Hypothesis* est la bannière derrière laquelle s'est rassemblée la profession économique.

L'EMH est le principe qui veut que les marchés financiers contiendraient toute l'information économique disponible ; que les prix des actifs mesureraient, à tout instant, l'étalon de la valeur, que l'interaction libre des acteurs financiers conduirait à la meilleure allocation des ressources et assurerait la croissance la plus élevée, que toute réglementation ou toute intervention de l'Etat dans le fonctionnement des marchés serait, par nature, nuisible.

C'est-à-dire guère plus, au fond, que la mise au goût du jour de la vieille intuition fondatrice de la « main invisible » qui, depuis Adam Smith, les néo-classiques et la théorie de l'équilibre général, gouverne le courant le plus constant et le plus puissant de la science économique. Simplement, cette fois-ci, cette intuition est théorisée à l'extrême, avec l'élégance d'une modélisation mathématique.

Si l'EMH est la coupable, ce n'est donc pas l'économie de marché qu'il convient de condamner en bloc : c'est l'application dogmatique du principe libéral aux marchés financiers, théorisée par les fondamentalistes de la nouvelle religion.

On remarquera d'ailleurs que, contrairement à l'après-1929, la crise contemporaine n'a nullement débouché sur un rejet massif du capitalisme, du libre-échange ou de la démocratie libérale, ni n'a fait le lit du fascisme, du communisme ou de la guerre. Tout juste a-t-on noté un appel (justifié) en faveur de la régulation financière. Plus quelques expressions de *Schadenfreude* à Téhéran, à La Havane, voire à Moscou et à Pékin, des ricanements de joie maligne vite réprimés par la conscience du caractère incontournable de la solidarité inhérente à l'économie libérale globalisée. Mais peut-être ne sommes-nous qu'en 1931 ?

Gardons-nous, donc, des amalgames simplificateurs : la crise à laquelle nous assistons n'est pas celle du capitalisme et du libéralisme économique. C'est la crise du marché financier. On pensait que les règles anciennes n'avaient plus cours, grâce aux vertus de la dérégulation et de la globalisation des marchés.

S'il est raisonnable d'affirmer que tout bureaucrate ou tout politicien (comme on disait à Wall Street) est moins à même d'apprécier les réalités du marché que les professionnels exposés à la concurrence, ce n'est pourtant pas relever du terrorisme que de prendre la mesure des déficits américains et de la montée de l'endettement privé, ou de s'inquiéter de la hausse spéculative de l'immobilier et de la Bourse. Dans le monde d'hier, le fait même de poser des questions jugées dérangeantes n'était pas loin de constituer une interférence intolérable dans les mécanismes du marché.

C'est le fondamentalisme qui fait oublier le bon sens, engendrant l'*Exubérance irrationnelle* qu'a si bien décrit le connaisseur apprenti-sorcier Alan Greenspan. C'est l'application systématique – et non désintéressée – au fonctionnement des marchés financiers de la théorie de l'efficacité suprême du marché, qui est à la source des dérives qui ont débouché sur la crise.

Car les effets heureux de la révolution monétariste, c'était il y a trente ans, et la chute du Mur, il y a vingt ans : l'espace d'une génération entière – c'est-à-dire le temps qu'il faut pour oublier les obsessions fondatrices. Au demeurant, parmi les causes du krach de 2008, on trouve les fluctuations erratiques de la politique monétaire des Etats-Unis durant le règne d'Alan Greenspan à la Fed, c'est-à-dire, précisément, cette instabilité monétaire que dénonçaient les monétaristes.

En outre, les banques centrales ont été les victimes (complaisantes) d'une illusion désinflationniste. Pendant que les syndicats de salariés avaient dû renoncer à leurs revendications, rompant en effet la fatale spirale des salaires et des prix, la politique monétaire se satisfaisait sans autre examen d'un indice raisonnable des prix à la consommation et de la rupture de la spirale fatale prix-salaires, omettant de s'intéresser à la dérive des prix des actifs immobiliers et boursiers. En vérité, on s'est gravement éloigné du monétarisme des origines, puisque la rigueur monétaire avait précisément pour but de prévenir les vagues spéculatives.

CRÉATION DE VALEUR ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Le changement de paradigme ne s'est pas limité à la sphère de la politique économique. La dictature des marchés financiers s'est aussi imposée dans le monde de l'économie productive. Le dogme EMH est à l'origine de ce qu'on a appelé la financiarisation de l'économie : les acteurs de l'économie productive, les entreprises, sont réduits à des titres.

La valeur d'une entreprise, la pertinence d'une stratégie se mesurent à tout instant au travers des cours de bourse. Désormais gouvernées par la règle impitoyable du marché omniscient, les entreprises sont scrutées à chaque seconde par les analystes financiers et les agences de notation, mises à l'heure des OPA, des fusions-acquisitions échevelées, à la merci des attaques impitoyables des *raiders* et des *hedge funds*.

Le management des entreprises est désormais soumis à l'impératif de la « création de valeur pour les actionnaires ». La doctrine de la *corporate governance*, que popularisa dans les milieux économiques le rapport Cadbury (1995), pose le principe que le pouvoir de direction dans les entreprises doit être rendu aux actionnaires, au détriment des *managers* et autres technocrates. La haute direction des entreprises migre du côté des actionnaires, grassement récompensée par des dispositifs de rémunération qui associent leurs intérêts mutuels, par les *stock options* et autres retraites-chapeaux.

C'est ainsi que la *corporate governance* a pris le contre-pied de la révolution précédente, qui avait été, en son temps, popularisée par la *Révolution managériale* de James Burnham (1941), ou encore par le *Nouvel Etat industriel* de John Kenneth Galbraith (1961), professant, au contraire, que le pouvoir dans l'entreprise devait être transféré des propriétaires du capital aux professionnels de la gestion.

C'en est fini, aussi, de l'entreprise sociale. Les syndicats de salariés tenaient le haut du pavé sous l'ère keynésienne. En face de la nouvelle coalition des actionnaires et des managers, ils se retrouvent singulièrement affaiblis, divisés, éteints. En trente ans, le ratio moyen entre la rémunération des grands managers et celle des ouvriers est passé de 40 à 500.

Les actionnaires se sont rappelés qu'en droit libéral, ils sont les propriétaires du patrimoine. Ce sont désormais les marchés financiers qui contrôlent les droits de propriété, et ils entendent exercer ces droits dans leur plénitude : *Jus utendi et abutendi* : en abuser au besoin, en effet... Et les actionnaires ont eux-mêmes profondément changé : ils sont devenus des professionnels. Alors que les actionnaires traditionnels, qu'ils soient rejets fatigués des familles bourgeoises, ou petits porteurs réduits à faire de la figuration au sein des assemblées générales annuelles, n'exerçaient guère de contrôle sur les bureaucraties dirigeantes, les « nouveaux capitalistes », que sont les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels, dûment représentés par le conseil d'administration, imposent désormais leur férule.

Les managers doivent leur rendre des comptes tatillons : le principe de l'*accountability* s'impose à tous les niveaux de la hiérarchie. Les dirigeants sont soumis à la norme du *reporting* permanent, jugés sur leurs performances financières traduites dans le rapport trimestriel de résultats. Ils sont asservis au pouvoir financier par leurs bonus, leurs indemnités, leurs parachutes dorés et autres retraites-chapeaux.

Le résultat est que les entreprises privilégient le profit à court terme, pénalisent l'investissement de long terme, négligent la technologie et la recherche-développement. Les ingénieurs ont disparu des étages de direction pour être cantonnés dans les ateliers. Les financiers et les communicants ont pris leurs places. Le rêve suprême de l'« entreprise virtuelle » n'eût-il pas été de se débarrasser complètement des usines ? L'industrie et les infrastructures ont été négligées au profit des services, les techniciens au profit des financiers. Aussi discrédité soit-il, Staline a tout de même laissé derrière lui des aciéries et des grands barrages.

La microéconomie des entreprises, comme l'a été la sphère macroéconomique, s'est trouvée déformée par une crise de la représentation. Dans l'économie virtuelle, oubliés les ingénieurs et les machines, les ouvriers et les usines, les produits et les vendeurs, disparus de la scène l'investissement productif, la recherche scientifique et technique. La réalité physique et humaine du monde de la production est désormais réduite à des abstractions : pour les marchés financiers, les entreprises ne sont que des titres : des actifs financiers générateurs de *cash flow*, dont la valeur se mesure par le cours en bourse.

Ce que l'on a appelé la financiarisation de l'économie a aussi été le gonflement de la sphère financière au détriment de l'économie réelle. Les entreprises ont été contraintes de rendre le capital aux actionnaires sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions. Aux Etats-Unis, l'émission nette de capitaux par les entreprises est négative depuis la fin des années 1990. Le secteur financier s'approprie 40 % du total des profits de l'économie américaine, contre 10 % en 1980. Les activités financières, après une décennie de croissance à deux chiffres, représentent 10 % du PNB aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Wall Street et la City règnent sur le

monde. Le rapport entre la rémunération salariale moyenne du secteur financier et celle du secteur privé, qui était stable et voisin de 1 jusqu'en 1990, est passé à 2 en vingt ans.

La crise a fait apparaître un clivage entre les « Nations financières » et les « Nations productives ». D'un côté, la Chine et l'Allemagne, championnes d'exportations, avec une balance commerciale très excédentaire, un chômage limité, un dérapage maîtrisé des finances publiques et des perspectives de reprise voire de croissance sans précédent (12 % pour la Chine). De l'autre, l'Amérique et l'Angleterre, ravagées par les déficits publics, atteignant 12 % de leur PNB, leurs déficits extérieurs et leur chômage de masse atteignant 10 % de la population active

Les tensions s'accroissent entre les Nations du premier groupe, les maîtres du monde de la finance globale, et les champions de l'économie réelle – celle de l'industrie, des ingénieurs, des entrepreneurs, maîtrisant les savoir-faire techniques et les marchés. Pour ces derniers, « l'Empire du mal » n'est pas là où se situe Washington mais dans la finance infernale. Dans les deux cas, leurs entreprises ont su résister à l'emprise de Wall Street et de la City. En Chine, grâce au pouvoir social préservé du Parti communiste converti à l'ouverture sur le commerce international. En Allemagne, par le capitalisme familial du *Mittelstand*, ces entreprises moyennes qui se défient des banques et des marchés financiers et accumulent patiemment le capital productif entre générations successives d'ingénieurs-entrepreneurs.

LES BANQUIERS CENTRAUX, PROFESSEURS D'ÉCONOMIE

Depuis que la contre-révolution monétariste a érigé en dogme l'autonomie des banques centrales, les banquiers centraux occupent une position-clé : ils sont devenus un quatrième pouvoir, de véritables ministres de la Monnaie, qui ne rendent de comptes ni à leur gouvernement ni à leur Parlement, abrités par leur statut quasi-constitutionnel.

Jadis – au temps des Régents de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre –, ils n'étaient que des comptables au service exclusif du « mur d'argent », des « Deux Cents Familles » et des « gnomes de Londres », pour reprendre les images de la propagande communiste. Boucs émissaires de la Grande Dépression, accusés des maux du chômage de masse, les instituts d'émission se trouvèrent placés sous la tutelle de l'Etat par les économistes keynésiens.

Ayant compris que ce sont les idées qui mènent le monde, les banquiers centraux sont devenus, à leur tour, des économistes : ils se sont constitués en un pouvoir intellectuel. Ce sont eux, les maîtres à penser de la nouvelle économie.

Contrairement aux ministres des Finances et aux chefs de gouvernement soumis aux lois exigeantes de la démocratie – fragilité politique, instabilité congénitale, briè-

veté des mandats, vision à court terme – les banquiers centraux bénéficient, eux, de la durée, de l'indépendance et de la légitimité que leur confère aux yeux du public l'idéologie économique de notre temps.

L'histoire de notre époque peut se lire à travers leurs personnalités contrastées et leurs rivalités intellectuelles : l'« Austère qui se marre » du Potomac ; le rigoureux Trichet, la fourmi de Francfort, qui prend aujourd'hui sa revanche sur la cigale de Washington ; le rassurant (?) Bernanke, pétri d'histoire de la Grande Dépression ; jusqu'au Cincinnatus de la victoire du monétarisme, l'inflexible Paul Volcker – l'anti-Greenspan qui dompta le monstre inflationniste, il y a trente ans, rappelé – acte symbolique s'il en est – en tant que conseiller économique de la Maison Blanche.

Tous farouchement attachés à leur indépendance, leurs visions diffèrent toutefois sur les politiques à suivre en matière monétaire.

Écoutons ce que nous dit de la crise son meilleur connaisseur, Alan Greenspan. Davantage encore que le premier des banquiers centraux, il fut le prophète de son époque, avec sa pensée articulée et ses convictions idéologiques solidement ancrées. Président pendant deux décennies de la Réserve fédérale qu'il quitta en 2006, à la veille du naufrage, la longévité de son mandat le destinait à être le talentueux porte-parole des nouvelles « Années folles » qui allaient suivre.

Natif de Manhattan, économiste de marché, modeste et brillant consultant financier à Wall Street, militant des campagnes du Parti républicain, il fut nommé par Richard Nixon, président du comité des Conseillers économiques en 1974, puis appelé à la tête de la Réserve fédérale par Ronald Reagan, en 1987. Disciple de l'idéologue ultra-libertarien Ayn Rand, il est un pur produit de la « révolution culturelle » populiste républicaine, acharnée à purger Washington des têtes d'œuf Démocrates, et à renvoyer à Harvard les arrogants donneurs de leçons de la gauche caviar, pour promouvoir en leurs lieux et places des hommes de terrain. Praticien des marchés, il fut choisi par Ronald Reagan parce qu'il était un économiste de marché, une sorte d'anti-économiste : il se révéla plus tard un véritable professeur d'économie, le gourou de son époque.

LA STUPEUR INCRÉDULE D'ALAN GREENSPAN

Alan Greenspan fut célébré comme le maestro du réglage fin de la politique monétaire, dont chaque virgule faisait trembler les marchés. Son célèbre « *si vous avez compris ce que j'ai dit, c'est que je me suis mal exprimé* » demeurera une de ses petites phrases, gravée pour l'histoire –, dont les chômeurs de Detroit, les licenciés de Wall Street et les expulsés des banlieues de Cleveland sauront apprécier à sa juste valeur l'humour noir.

Plus : il fut le brillant idéologue de la dérégulation financière. Davantage encore : il en fut le romancier, avec ses oracles lapidaires, amoureuxment ciselés. Après *L'Exubérance irrationnelle*, *L'Ère des turbulences* : on ne

pourra pas dire qu'il n'aura pas dénoncé la spéculation, ni prévu la chute. Il dénie toute responsabilité à sa politique monétaire, attribuant la vague spéculative à la réduction des taux d'intérêt à long terme, du fait de l'excès d'épargne des pays excédentaires – encore la Chine... Il clame n'avoir pu rien faire, prisonnier qu'il était du consensus du Comité de politique monétaire de la Fed emporté par le politiquement correct de l'idéologie des années Bush et l'appât du gain des spéculateurs. Pompier pyromane ? Pouvait-il refuser un tel honneur ? Désormais, le « magicien de la Fed » s'est mué pour l'histoire en apprenti-sorcier. Et il se complaît à édifier sa statue de bouc émissaire, image renversée de John Maynard Keynes et de Milton Friedman – eux, des sauveurs, lui, un maestro de casino aux cartes truquées. Pourquoi pas : l'important, après tout, n'est-il pas de laisser une trace dans la mémoire des hommes ?

L'histoire, précisément, aime à graver ses ruptures dans le marbre des aphorismes qui traduisent l'esprit de l'époque. On se souvient de la rétrospectivement désopilante « prospérité au coin de la rue », qui fit perdre à Herbert Hoover la campagne présidentielle de 1932.

Nul doute qu'on se souviendra, cette fois, du grand désarroi avoué par Alan Greenspan à la commission d'enquête du Congrès, qui l'auditionnait à la veille de l'élection présidentielle, le 24 octobre 2008 : « *Tous ceux d'entre nous, dont moi-même, qui ont cru que l'intérêt égoïste des institutions financières protégerait suffisamment leurs actionnaires, ont été frappés d'une stupeur incroyable (shocked disbelief) [...]. Il y avait une faille (a flaw) dans notre raisonnement* ».

Au dossier de l'accusation du Tribunal pénal international de la crise, on peut évidemment ranger au premier rang des coupables la politique monétaire faite de crédits faciles et du pilotage à vue du taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.

Réduit à 1 % en 2003 pour répondre au 11 septembre 2001 et à l'éclatement de la bulle Internet, remonté à 5,25 % en 2007, abaissé à 2 % au début 2008, pour être ensuite quasiment amené à zéro en catastrophe (0,25 % en 2009), en même temps que fonctionnaient à plein régime les « interventions non conventionnelles » (pour ne pas dire la « planche à billets »). Cette volatilité inouïe au mépris du sacro-saint principe monétariste de stabilité dont elle prétendait se réclamer, n'est évidemment pas étrangère au boom, suivi de la chute du marché immobilier – c'est-à-dire à la cause immédiate de la crise financière.

Cette politique monétaire laxiste a engendré le crédit facile et le surendettement des particuliers : euphorie d'acquisitions immobilières, 13 cartes de crédit en moyenne par famille américaine... La dette des ménages a explosé : 700 milliards en 1974 (soit 50 % du revenu disponible), 7 400 milliards en 2000 et 14 500 milliards en 2008 (soit 150 % du revenu disponible !).

C'est aussi, principalement, la dette des banques qui s'est accrue dans des proportions inouïes, celle des entreprises et de l'État restant stable et modérée (contraire-

ment à une idée reçue), tout au moins jusqu'aux déficits massifs engendrés par la crise.

L'endettement total des agents économiques aux États-Unis, après être resté relativement stable de 1950 à 1980 (de 130 % à 160 %), a explosé après 1980 pour atteindre 350 %. Les actifs financiers représentaient 4 fois le PNB, entre 1950 et 1980 ; ils représentent aujourd'hui 10 fois le PNB.

C'est ainsi que l'excès de liquidités a gonflé le prix des actifs jusqu'au point d'éclatement de la bulle. Les emprunts hypothécaires étant gagés sur des prix en hausse, la hausse de l'immobilier n'a pas fait baisser la demande, mais elle l'a, au contraire, accélérée : plus les particuliers avides d'immobilier voyaient leur patrimoine s'accroître virtuellement, plus ils empruntaient. Et les banques faisaient mine de se rassurer en voyant s'accroître, sans cesse, la valeur du gage hypothéqué.

L'effet sur la liquidité de l'abondance de crédits faciles due à la politique monétaire a été renforcé par les déséquilibres des paiements internationaux, les pays émergents et les exportateurs de matières premières accumulant les excédents et les réserves de change, et les prêtant à des Américains assoiffés d'endettement, cela ayant pour effet d'abaisser encore le taux d'intérêt de l'épargne longue. Greenspan, pour se disculper, leur attribue aujourd'hui l'entière responsabilité.

DU DOGME DES MARCHÉS EFFICIENTS AU PARADIGME *HYPER LEVERAGE*

Mais si la dette a gonflé immodérément, c'est parce qu'existaient y avait des conditions permissives. Ce qui a aggravé celle-là, c'est que les banques ont spéculé avec l'argent des déposants et en s'endettant massivement.

Attribuer le krach à la « dérégulation financière », au « crédit facile », ou aux « produits dérivés innovants », c'est encore énoncer des généralités. Il faut y regarder de plus près si l'on veut en démonter le mécanisme réel, au-delà d'explications fumeuses à force d'être savantes. Pour résumer, l'essence de la crise, c'est d'avoir spéculé à crédit, avec l'argent des autres et sans couverture, en contournant les règles prudentielles élémentaires : l'*hyperleverage*.

Les économistes ne se sont pas limités à jouer un rôle dans la cause profonde de la crise : la propagation de l'idéologie dérégulatrice incarnée par l'EMH. Ils ont aussi participé directement à sa cause immédiate : la formation du climat spéculatif qui a engendré la bulle, puis son explosion.

Deux sources ont alimenté la course au profit des banques et de leurs agents sur les marchés, les désormais célèbres *traders* : le *leverage* (consistant à s'endetter pour pouvoir spéculer) et les commissions (les *fees*) sur ventes de titres servies aux intermédiaires, gonflées par le colossal effet de la titrisation des prêts bancaires. La titrisation a commencé son spectaculaire essor au début des années 2000. Avant, les banques prêtaient

sans risques et conservaient leurs créances dans leur livres de comptes gérés par des employés de banque scrupuleux et obscurs. Après, elles ont cédé leurs créances à des intermédiaires financiers, qui les ont écoulées sur les marchés financiers en leur faisant subir des agrégations complexes, en mêlant les titres à risque et les titres de premier choix dans des produits dits structurés, soi-disant évalués par des agences de notation indépendantes et garantis par des produits dérivés d'assurance contre les défaillances.

Le péché spéculatif des banquiers a entraîné trois conséquences :

- avant le krach : en jouant sur les marchés financiers, avec les énormes ressources de la masse monétaire – les dépôts des clients garantissant leurs engagements –, les banques ont fait gonfler les cours jusqu'à l'éclatement spectaculaire de la bulle ;
- immédiatement, après le krach : le retournement du marché a, dès lors, engendré des pertes abyssales dans le bilan des banques, que les États ont dû combler dans l'urgence, afin d'éviter une panique générale de clients se précipitant aux guichets des banques pour vider leurs comptes (voir la faillite de la banque britannique Northern Rock, lointain reflet des krachs d'antan) ;
- durablement après le krach : les banques s'étant endettées pour spéculer, lorsqu'il a fallu passer, en urgence, du *leverage* spéculatif au *deleverage* pour rétablir la liquidité, les banques commerciales ont dû réduire leurs prêts aux entreprises, tout particulièrement aux petites et moyennes entreprises. Or, leur métier consistant à prêter de l'argent afin d'assurer le fonctionnement du commerce, la contraction frileuse des prêts a aggravé la récession.

Comment les banques se sont-elles converties à la spéculation, c'est-à-dire à l'intervention sur les marchés financiers, dont l'accès leur était auparavant interdit ? Là encore, le rôle crucial des économistes apparaît dans cet acte majeur de la dérégulation financière qu'a été l'abrogation du *Glass Steagall Act* (ou *Banking Act*) de 1933. L'idéologie de la dérégulation avait fini par ranger toute forme d'intervention publique sur les marchés financiers dans la catégorie de « l'axe du mal », quasiment dans la même catégorie que les États-voyous. Il fallait, dès lors, abolir toute entrave au libre jeu du marché – en particulier, les réglementations encadrant les libertés de manœuvre des financiers.

LE CHEF-D'ŒUVRE DE LA DÉRÉGULATION : L'ABROGATION DU *GLASS STEAGALL ACT*

Toute école artistique trouve son expression dans un *masterpiece*. Le chef-d'œuvre, le point culminant de l'école de la dérégulation est l'abrogation de la législation édictée en 1933 par le New Deal, au cœur de la Grande Dépression, qui instaurait une stricte séparation entre les métiers de la banque d'affaires et ceux de la banque commerciale. Guidée par l'analyse des causes de la spéculation boursière qui avait poussé des millions de

clients à spéculer à crédit, la loi Glass Steagall, du nom de ses promoteurs au Congrès, édicte qu'une banque qui gère des dépôts à vue, doit se voir interdire l'accès aux marchés financiers.

Inspirée par le président de la Fed, Alan Greenspan, dans le but d'autoriser la fusion de Citibank avec l'assureur Travelers, et par le secrétaire au Trésor, Robert Rubin, (qui y pantoufla dès le lendemain), la loi Gramm – Leach-Bliley, votée par le Congrès, est à l'origine de l'entrée des banques dans la spéculation.

Les banquiers d'affaires lorgnaient sur les immenses ressources des dépôts bancaires, tandis que les banquiers traditionnels lorgnaient sur les plantureuses commissions perçues sur les échanges de titres. Marions-nous donc dans l'allégresse ! Dès lors qu'il y a titres, il y a commissions sur le commerce des titres. Titrison donc les prêts bancaires pour toucher des bonus. Multiplions les audacieuses opérations de *mergers & acquisitions* et de *leverage buy outs*, pour le plus grand profit des intermédiaires financiers, à défaut de leur intérêt pour l'économie réelle ! Les courtiers se sont partagés plusieurs dizaines de milliards de dollars de commissions, chaque année.

« *Il n'a pas vraiment vécu, celui qui n'a pas connu l'ennui du métier de banquier avant la révolution financière* », pourrait dire un Talleyrand moderne. Les ronds de cuir fatigués gestionnaires de compte-chèques et de bon vieux escomptes de traites commerciales se sont métamorphosés en arrogants *yuppies* flambeurs de commissions.

Stupeur incrédule ? Essayons de comprendre le tardif aveu d'erreur d'Alan Greenspan. Le métier des banques – et la base de leur chiffre d'affaires (le « produit bancaire ») – consiste à prêter de l'argent. Le métier des banques de marché est le commerce des titres. Greenspan n'aurait-il pas, par hasard, tout simplement négligé le fait que le commerce des titres était devenu une fin en soi. Que le commerce des titres est, quant à lui, l'affaire d'un milieu professionnel, dont l'activité et la rémunération dépendent du volume d'affaires et de la hausse des cours. Que les acteurs des marchés financiers sont les *traders*, lesquels sont rémunérés à la commission. Et que les collusions et conflits d'intérêt – entre acheteurs et vendeurs de titres, notateurs et assureurs – sont naturels dans ce milieu, dont les membres jouent non pas avec leur argent, mais avec l'argent des autres.

Les professions financières – acheteurs comme vendeurs de titres – s'enrichissaient simultanément grâce aux primes et aux super bonus. D'où résulta l'emballage du mistigri, l'important étant d'échanger des titres et de percevoir les *fees*, sans trop se préoccuper du contenu et des risques. Le tout sous la pression de la concurrence effrénée et de la course au moins-disant réglementaire entre les places financières pour attirer les activités financières à Londres et à New York. Les apprentis-sorciers auraient-ils négligé le fait que, si on ne leur impose pas de limites et des ratios de fonds propres, les banques prêtent sans relâche et les assureurs assurent contre les

risques sans se préoccuper à l'excès d'un retournement possible du marché et de l'éventuelle nécessité de devoir faire face à leurs engagements ?

Or, les banques prêtaient et elles se débarrassaient immédiatement du risque en titrisant leurs créances, c'est-à-dire en les vendant à des investisseurs, y compris à leurs propres filiales créées pour la circonstance, ces « véhicules » dits hors bilan, qu'il a fallu néanmoins rapatrier dans les bilans, lorsqu'ils ont fait défaut. Par la grâce d'innovations financières des temps modernes aux sigles savants et abscons – véhicules structurés (SIV), contrats d'assurance contre les défauts (CDS), et autres « produits dérivés » – les acteurs financiers pouvaient donc se débarrasser du risque par la simple titrisation de leurs créances. Dès lors que le risque est transféré à d'autres, pourquoi se gêner en veillant à la prudence élémentaire et en observant les ratios de fonds propres ?

De leur côté, les acquéreurs de ces produits financiers innovants – employés des fonds de pension et autres investisseurs inconscients, eux aussi rémunérés à la commission – fermaient complaisamment les yeux sur la capacité réelle des agences de notation à qualifier les risques, sur la garantie réelle apportée par les assureurs de défauts de paiements, et même sur la fiabilité des audits comptables et des cabinets d'avocats chargés des *due diligences* (comme en témoigne, jusqu'à la caricature, la fraude Madoff, restée indétectée pendant trente ans (vraiment ?)).

Dès lors que le contrôle le plus élémentaire est dépeint comme bureaucratique, que la moindre enquête des autorités financières est considérée comme une distorsion intolérable et la sagesse prudentielle comme un archaïsme, comment s'étonner de ces dérives, dont on se scandalise aujourd'hui ? C'était aussi oublier le « risque systémique » : quand les crédits à risques prolifèrent sans limite, comment s'étonner *a posteriori* que les cours des valeurs explosent ? Et comment oublier que ce qui succède inéluctablement au gonflement vertigineux d'une bulle, c'est son explosion ? Des conflits d'intérêt et un défaut de contrôle interne au sein des institutions financières y ont conduit très simplement, à cause des profits sans limite et des commissions perçues : collusion entre les notateurs et les évalués, les agences de notation étant plus ou moins directement sous l'influence des banques ; démission de l'autorité : nombreux sont les dirigeants de banques avouant aujourd'hui qu'ils n'y comprenaient rien et laissaient travailler leurs *traders* tant qu'ils rapportaient.

Restait à trouver un objet spéculatif lourd pour alimenter l'octroi de prêts et leur tritisation échevelée, un actif susceptible de polariser l'activité des marchés, impliquant une masse suffisante d'épargnants et d'emprunteurs... Ce fut l'immobilier et la soif de propriété des classes populaires – guère fortunées, en réalité, mais très nombreuses, comme le sont les classes moyennes contribuables. De 1997 à 2007, le prix des maisons et la dette hypothécaire sont multipliés par un facteur trois. L'activisme des agents immobiliers fait le reste. On prête à n'importe qui, tant qu'on génère du chiffre. On pro-

pose à des aspirants à la propriété, quasi insolubles, d'acquérir des maisons sans apport personnel, à des taux faibles, remboursables sur plus de trente ans, assortis de différés d'amortissement, l'enrichissement étant « garanti » par l'augmentation régulière de la valeur du bien ainsi acquis. A quoi bon être prudent : l'important est de toucher sa commission !

L'explosion des crédits hypothécaires découle directement de leur titrisation par les banques privées, qui est montée spectaculairement en puissance à partir de 2001, à côté des titrisations organisées par les agences publiques de refinancement Fannie Mae et Freddie Mac, ces héritières de la *Federal Mortgage Insurance* qu'avait instituée le New Deal afin de venir en aide aux victimes du krach immobilier (déjà, à l'époque).

LA FINANCIARISATION DES ÉCONOMISTES !

Comment le paradigme EMH, paré des vertus de la science, a-t-il dérivé en catastrophe financière ?

Toute vague spéculative s'appuie sur une croyance : la pénurie de tulipes sur le marché d'Amsterdam ; les richesses des Indes rue Quincampoix ; les promesses illimitées des nouvelles technologies pour la « bulle Internet », il y a une décennie... ou tout simplement que les arbres montent jusqu'au ciel, comme on le croyait dans les sociétés primitives ou à Wall Street durant les *roaring twenties*. La croyance s'alimente de faits réels, magnifiés par la suite afin de faire naître des illusions. Les spéculateurs l'entretiennent savamment pour faire monter les prix et s'enrichir au passage et ce, jusqu'à l'éclatement de la bulle et la ruine de ceux qui n'y ont rien compris.

Les « esprits animaux » de la rumeur spéculative, cette fois, ont été entretenus par une caution soi-disant scientifique. N'y a-t-il pas là une perversion suprême, la vocation de la science étant au contraire de faire triompher la raison sur la passion ?

« Ils pensaient que les banquiers les recrutèrent pour leurs compétences scientifiques, alors qu'ils n'étaient en réalité que des agents commerciaux ». Sera-ce le jugement de l'histoire ? Pour alimenter la propagande de la spéculation sans fonds propres, de la soi-disant dilution des risques, source des plantureuses commissions d'intermédiation, des super bonus des *traders*, il fallait, en effet, rien moins que la caution de la science économique.

Sinon, comment aurait-on pu croire à des raisonnements aussi improbables ?

Comme l'avoua Greenspan lors de son audition historique, le problème, c'était avec les *credit default Swaps* (CDS). Le mythe de la suppression des risques par leur dilution sur les marchés – mythe qui a été le carburant de la vague spéculative contemporaine – a été théorisé et entretenu par les économistes.

La « faille » évoquée par Greenspan est l'effondrement brutal de tout l'édifice intellectuel érigé pour faire croire que l'assurance contre les défauts de crédit pouvait se

substituer aux fonds propres, pour garantir contre le risque systémique inhérent à toute fièvre spéculative.

Légitimée par son statut scientifique, l'ingénierie financière a produit l'illusoire démonstration de ce que tous les risques de défaut seraient assurables et garantis par leur dissémination extrême auprès de tous les acteurs des marchés financiers. Et elle a été ainsi la caution du *leverage* insensé qui a autorisé la spéculation sans limites.

Après la faillite de la macroéconomie, la profession des économistes s'était retournée vers la microéconomie, en portant son attention sur le fonctionnement des marchés, trouvant une nouvelle vocation dans l'optimisation des portefeuilles d'actifs financiers et la théorisation des innovations financières. Soutenus par l'idéologie ultralibérale des années Bush, attirés par les ponts d'or et contrats de consultants offerts par les institutions financières, ils se sont convertis en masse à la finance de marché.

C'est ainsi que la théorie de la finance moderne a fourni les arguments de la spéculation : tout portefeuille d'actifs doit comporter des titres à forte rentabilité et à haut risque – notamment des crédits *subprime*, des *hedge funds*, voire « du Madoff » – pourquoi pas des emprunts russes ? Même si les titres à risques représentent une proportion limitée des avoirs des fonds de pension, c'est beaucoup d'argent qui se trouve livré à la spéculation.

La quasi-absence de fonds propres et le contournement systématique des règles prudentielles par la grâce des produits dérivés situés hors du champ des marchés régulés relevaient en réalité – comme on s'en est rendu compte tardivement – d'une quasi-escroquerie déguisée sous les atours de la créativité et de l'optimisation mathématique. Tout comme la garantie contre le défaut de remboursement des créances douteuses (les CDS), soi-disant assurée par des assureurs eux-mêmes quasiment dépourvus de fonds propres par la grâce de la dissociation systématique du risque d'avec la créance, l'assurance contre le défaut étant transformée en créance titrisée négociable, elle-même échangée sur les marchés et objet spéculatif...

La théorie de la finance moderne avait pourtant commencé modestement, avec de vraies découvertes intellectuelles, que couronnèrent de nombreuses distinctions académiques, qui en firent pendant vingt ans la discipline la plus créative de la science économique. Il en était, ainsi, des travaux de Franco Modigliani et de Merton Miller.

Là encore, c'est dans un deuxième temps que la théorie se systématisa et se fit plus arrogante, prétendant reléguer au magasin des antiquités les vieilles règles de la sage prudence financière.

En particulier, en proposant des outils d'évaluation du risque en l'absence de prix de marché, qui ont abouti à une sous-évaluation considérable du risque, et (surtout) à ignorer le risque systémique, celui du retournement et du krach général.

Les banques et agences de notation recrutèrent massivement ingénieurs et scientifiques. Les modèles mathématiques se firent de plus en plus sophistiqués pour fournir

des arguments de vente aux vendeurs d'options, de *puts*, de *calls* et autres *futures*...

UN CAS PRÉCURSEUR : LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT (LTCM) – LE « KRACH NOBEL »

Le krach du *hedge fund Long Term Capital Management* faillit en 1999 entraîner la finance mondiale dans le cataclysme systémique. Cet incident est un exemple hautement symbolique du rapport commercial entre économistes et banquiers.

John Meriwether, en charge de l'activité de *trading* sur taux d'intérêt pour Salomon Brothers avait dû quitter sa banque à la suite d'une manipulation de marché controversée. Pour fonder sa propre boutique financière Long Term Capital Management (LTCM), il débauche ses anciennes équipes. Pour rétablir sa réputation ternie, l'argument commercial se pare des plumes de la mathématique : il s'agit de tirer parti des opportunités d'arbitrage sur les marchés de taux d'intérêt en utilisant une modélisation mathématique sophistiquée. Myron Scholes et Robert Merton, lauréats du prix Nobel d'économie, sont recrutés comme associés de LTCM, ainsi qu'un vice-président en exercice de la Réserve fédérale. Les grands noms de Wall Street, attirés par la réputation académique, sont tous au tour de table. Même la Banque centrale d'Italie, un institut d'émission tenu pourtant, de par son statut, aux placements sans risques et à court termes y figure.

Dans un premier temps, les superprofits sont au rendez-vous par la vertu des effets de levier acrobatiques pariant sur les marchés obligataires de la zone Euro, alors en marche vers l'union monétaire. La stratégie commerciale de LTCM cultive le secret sur ses méthodes et ses positions, se contentant de laisser entendre que ses *traders*, anciens élèves du professeur Robert Merton à l'université, sont des génies des mathématiques financières et qu'ils ont trouvé *la* martingale permettant de gagner à tous les coups.

LTCM chutera, victime de son avidité et de sa démesure. A l'insu de ses clients, le fonds a accumulé des positions se montant au total à plus de 1 200 milliards de dollars. La crise asiatique de 1997, suivie du défaut de la Russie de 1998, provoquent un choc sur les marchés obligataires qui prend à revers les anticipations de LTCM, qui se trouve ruiné en quelques jours.

Le 23 septembre 1998, LTCM avoue être incapable de faire face à ses engagements. Au bord de la crise systémique, la Réserve fédérale de New York oblige les banques de la place à recapitaliser en catastrophe LTCM en défaut et à en prendre le contrôle. L'onde de choc se propagera pendant plusieurs mois sur les marchés obligataires, au fur et à mesure que les positions seront dénouées ; le « krach Nobel » a été évité de justesse...

Cette leçon, apparemment, n'aura pas suffi. Au contraire, convaincus désormais que le prêteur en dernier ressort ne les laissera pas tomber, les spéculateurs rivalisèrent désormais d'effets de levier de plus en plus

audacieux. Cela, jusqu'au krach Lehman Brothers, exactement dix ans plus tard.

Au fond, la tristement célèbre escroquerie Ponzi du *hedge fund* BMIS (Bernard Madoff Investment Securities) ne procédait guère différemment. Le bouche à oreille de Wall Street faisait courir le bruit d'une martingale infaillible fondée sur un « logiciel propriétaire » ultrasecret et sur une publicité discrète (« Mes résultats parlent pour moi »). La différence, chez Madoff, c'est qu'il n'y avait même pas de modèle mathématique !

LE CONTOURNEMENT SYSTÉMATIQUE DES RÈGLES PRUDENTIELLES

La supervision des banques repose sur un mécanisme très simple : la couverture des prêts par des ressources propres et l'augmentation des provisions, à mesure que les crédits distribués s'accroissent. La régulation des assurances repose sur un principe analogue : la couverture des polices par des fonds suffisants pour garantir les engagements de remboursement. C'est cette double règle prudentielle, chez les banquiers et chez les assureurs, qui a été systématiquement contournée, à travers un *leverage* insensé. Pour s'affranchir de cette règle, c'est un véritable *shadow banking* qui s'est mis en place, sous la couverture de la dérégulation : des banques en dehors des règles, avec la complicité plus ou moins consciente des spéculateurs et des économistes de la finance.

Quelle est, au juste, cette « faille » dans la théorie qu'évoque Alan Greenspan ? Répondant à une question du président de la commission d'enquête, le représentant à la Chambre (de Beverley Hills), Henry Waxman : « *Ce sont les produits dérivés, n'est-ce pas ?* », il précise : « *Pas du tout : les produits dérivés ont été inventés pour garantir contre le risque. Mais nous avons eu un problème avec les marchés de CDS* ». En effet...

Les *credit default swaps* sont des polices d'assurance contre les risques de défaut de paiement des débiteurs, titrisés et échangés sur les marchés de produits dérivés. Ces contrats de couverture de défaillances permettent au détenteur d'un titre de créance de s'assurer contre le risque de défaillance de l'emprunteur. Le risque est ainsi transféré du détenteur de la créance à un tiers désireux de l'assumer, moyennant le paiement d'une prime, puis échangé sur les marchés qui fixent le niveau de la prime de risque. Marginal au début des années 2000, le marché des CDS a connu une croissance spectaculaire, parallèle à la titrisation : il a atteint 60 000 milliards de dollars au sommet de la vague spéculative. Pour ses partisans, le marché des CDS facilite l'accès de tous aux marchés financiers, pour le plus grand bénéfice de la croissance : il permet la diffusion des risques et accroît la liquidité du marché.

Conçu comme un instrument de protection contre le risque de défaut, le marché des CDS est devenu hyper-spéculatif jusqu'à l'explosion atomique qui a soudainement révélé aux spéculateurs qu'ils n'étaient pas assurés... On s'est aperçu qu'il n'y avait pas de fonds pour

honorer les engagements. Les CDS n'étant pas définis comme des contrats d'assurance mais comme des produits financiers, ils s'étaient affranchis des contraintes réglementaires de provisionnement. C'est ainsi que l'instrument magique destiné à garantir la stabilité financière s'est brutalement mué en arme de destruction massive. Là réside le nœud de la crise.

Si les banques ont accumulé des pertes aussi lourdes alors qu'elles sont censées ne pas prendre des risques avec les dépôts de leurs clients, si elles ont spéculé au-delà de toute prudence, c'est parce qu'elles se croyaient assurées contre le risque – ou à tout le moins parce qu'elles faisaient semblant de se croire assurées.

Autre contournement des règles prudentielles tout aussi grossier touchant, cette fois, les fonds propres des banques : les véhicules hors bilan, *SIVs* et autres *conduits*. Pour se débarrasser de leurs créances titrisées avant de les écouler sur le marché financier, les banques ont créé des filiales, banques de marché affranchies des contraintes imposées pour protéger l'épargne liquide des clients.

Ces « véhicules », souvent dissimulés dans l'ombre propice de paradis fiscaux, quasiment dépourvus de fonds propres, n'étaient pas consolidés comme engagements dans les bilans des banques et ne pesaient donc pas dans leurs obligations de fonds propres. Paradis prudentiels devrait-on plutôt les dénommer en vérité, encore plus que paradis fiscaux, destinés à dissimuler des engagements hors bilan et des *leverage* insensés.

Pourtant, lorsque la crise est arrivée, les banques spéculatrices ont dû se résoudre à honorer leurs engagements en les rapatriant dans les bilans : c'est ce mécanisme qui a amorcé l'enchaînement fatal des provisionnements d'urgence et des pertes en cascade qui ont détruit la confiance, de la fin 2007 à 2008. L'équivalent des appels de marge qui fit s'effondrer le château de cartes lors du Jeudi noir de 1929.

Comment une créance pouvait-elle se trouver simultanément hors bilan et dans le bilan ? « *Cherchez l'erreur...* » pourrait s'exclamer l'inspecteur Colombo à la barre de la commission d'enquête. Comment a-t-on pu être autorisé à spéculer en contournant aussi effrontément les règles prudentielles élémentaires, ou à assurer contre le risque de défaut avec des fonds propres aussi faibles ?

On aurait pu s'en apercevoir plus tôt, mais ceux qui savaient avaient-ils intérêt à troubler le consensus mou-tonnier et rémunérateur des années folles ? Ceux qui comprenaient très bien touchaient des commissions et ne demandaient qu'à se persuader eux-mêmes et à convaincre les autres des vertus de la dérégulation et des innovations financières. Les autres, c'est-à-dire le public, ignoraient que leurs banquiers et leurs fonds de pension jouaient au casino avec leur argent.

En réalité, la spéculation échevelée avait besoin d'arguments scientifiques pour dissuader les questions gênantes. On retrouve là le rôle joué par les économistes dans la formation des représentations du monde. Les marchés financiers, la titrisation, l'échange des « véhi-

cules d'investissement structurés » étaient censés disperser des risques évalués au plus juste par les analystes et les agences de notation. Cette dilution des risques sur les marchés était censée constituer la meilleure des polices d'assurance.

En fournissant aux vendeurs de titres les arguments sophistiqués de leurs modélisations mathématiques, les économistes de marché ont fait oublier les règles de base et autorisé une prise de risques sans fonds propres et une « garantie d'assurance » sans couverture, qui est à la source du krach contemporain. La question posée est celle-ci : les spéculateurs, les agences, les *chief economists...* y croyaient-ils vraiment ? Une question au fond sans intérêt, car c'est l'époque toute entière qui y croyait.

DE LA GRANDE SPÉCULATION À LA GRANDE RÉCESSION

Après la grande spéculation des années 2000-2007, vint la Grande Récession. Les crédits hypothécaires *subprimes* représentaient en 2007 un volume de 1 000 milliards de dollars, à comparer à une masse de crédits hypothécaires de 10 000 milliards et un patrimoine des ménages de 60 000 milliards. Comment des difficultés de paiement, dans un secteur limité des prêts immobiliers, aux États-Unis, a-t-il pu entraîner une crise d'une telle ampleur ?

Lorsque l'on écrira, plus tard, l'histoire de la crise – et comme on a gardé le souvenir du 24 octobre 1929 –, on repérera la date des deux défauts majeurs qui ont marqué le retournement : le krach Bear Sterns du 25 juillet 2007 et le krach Lehman Brothers du 15 septembre 2008.

Bear Sterns et Lehman Brothers étaient des maisons de titres – pas des banques régulées –, les deux franc-tireurs de Wall Street étaient obsédés par l'émulation avec Goldman Sachs et prêts à prendre tous les risques pour rester dans la course. Toutes deux firent faillite en l'espace d'une nuit, du fait d'un mouvement de panique financière invisible, provoqué par la perte de confiance des fonds monétaires soudainement inquiets sur la fiabilité de leurs garanties collatérales.

Rappelons le mécanisme de l'enchaînement fatal du cercle vicieux des défauts de paiement. Après de premiers incidents de remboursement émanant d'acquéreurs insolubles de pavillons « Sam' Suffit » des banlieues de Cleveland à la suite du (léger) retournement des prix immobiliers intervenu fin 2006, l'insolvabilité s'est ensuite transférée aux maisons de titres vendeuses de « produits structurés » incluant des « *subprimes* toxiques » (Bear Sterns), lorsque les investisseurs se sont rendus compte qu'on leur vendait du papier sans valeur, mélangé à des actifs financiers.

Ensuite, l'insolvabilité s'est propagée aux organismes de crédit hypothécaire (Northern Rock, Fannie Mae, Freddie Mac), puis aux banques de dépôts, qui provisionnèrent leurs dépréciations au rythme inexorable de l'annonce des résultats trimestriels (Citigroup, etc.),

puis aux soi-disant « assureurs du risque de défauts » (AIG). Enfin, la contagion a gagné le système bancaire mondial par l'effet en chaîne de la faillite de Lehman Brothers, qui a donné le signal de la panique.

Un krach financier frappe selon le schéma général *boom*/contraction, ou endettement/désendettement. Comme lors des grandes crises des siècles passés, le défaut d'une banque majeure ressuscite le spectre d'épargnants affolés faisant la queue devant des guichets fermés. Le président de la Réserve fédérale Ben Bernanke, historien de la Grande Dépression, n'aurait-il pas pu utilement se remémorer que c'est le krach de la banque autrichienne Kreditanstalt qui, en 1932, avait donné le signal de la vraie crise, deux ans après le jeudi noir de la Bourse – sans même qu'il ait eu besoin de remonter à ceux de l'Union générale ou de la Compagnie des Indes ?

Le krach du véhicule Bear Sterns, en juillet 2007, révèle un ratio prudentiel de 35, insuffisant pour garantir les titres sans valeur dissimulés dans les véhicules structurés. La faillite de Lehman Brothers et le sauvetage de l'« assureur » AIG, en septembre 2008, révèle des ratios tout aussi stupéfiants (50). En réalité, les SIVs n'étaient pas en hors bilan mais dans le bilan, et ils n'étaient pas assurés contre le défaut, puisque les banques qui les avaient créés ont dû finalement les rapatrier et les provisionner. Le krach de Lehman Brothers, avec ses 700 milliards de dollars d'engagements en défaut, a affecté tous les acteurs financiers exposés. Le cercle vicieux de l'insolvabilité s'est, dès lors, brutalement propagé à l'échelle planétaire : chute des Bourses, de 50 % en un mois ; des valeurs bancaires, de 80 % en un an ; de l'immobilier, de 30 % en deux ans. En attendant la suite, car le comportement spéculatif, qui avait entraîné le cycle haussier des « années folles » s'est retourné en un *deleveraging* échevelé, les acteurs économiques se réfugiant dans la liquidité et la cession précipitée de leurs actifs.

Ce qui s'est passé après le krach confirme l'analyse des événements qui l'avaient précédé. S'il a fallu en catastrophe recapitaliser les banques, c'est bien la démonstration qu'elles avaient spéculé sans fonds propres. Dans une atmosphère de panique de fin du monde – la crainte d'une panique qui aurait vu les clients se précipiter aux guichets des banques pour vider leurs comptes –, au terme d'une campagne présidentielle américaine qui allait mettre fin à trente ans d'idéologie dérégulatrice, l'administration républicaine qui va quitter le pouvoir dans quelques semaines prend deux décisions majeures :

- laisser tomber Lehman Brothers – Dick Fuld, dit le Gorille, le mauvais génie de Wall Street –, pour donner une leçon bien méritée aux spéculateurs ;
- secourir AIG – l'assureur sans assurance –, pour éviter le château de cartes des défauts.

S'ensuivit, en quelques jours, un déferlement inouï de réactions en chaîne sur les marchés financiers mondiaux : les positions mutuelles se dénouent en catastrophe ; les cours de bourse chutent de près de moitié ; les banques se replient sur elles-mêmes et cessent de se prêter mutuellement. Le gouvernement répond par la

mise en place d'un fonds de soutien destiné à prévenir les faillites bancaires : le *troubled assets relief program* (TARP) d'un montant de 800 milliards de dollars, soit 5 % du PNB. La Fed abaisse son taux d'intervention à quasiment zéro et elle multiplie les financements pudiquement dénommés non conventionnels.

En quelques semaines, ont volé en éclats les plus sains principes que l'on révérait depuis une génération. Après l'élection de Barack Obama viendra le plan de relance *Stimulus* (encore 800 milliards de dollars), c'est-à-dire le creusement, en trois mois à peine, d'un déficit budgétaire équivalant à 10 % du PNB, qu'il faudra demain résorber à grand-peine.

LA CAUTION DE LA LÉGITIMITÉ SCIENTIFIQUE

L'usage des chiffres, des statistiques, des démonstrations, des équations, des modèles mathématiques a donné à la discipline économique son statut scientifique. Le XIX^e siècle la dénommait justement économie politique : le XX^e siècle l'aura rebaptisée tout aussi justement science économique.

Être à la fois la plus scientifique des sciences sociales et la plus politique des sciences exactes est un privilège difficile à assumer. Se réclamer de la caution de la science confère, en effet, une force irrésistible à tout argument de vente, qu'il s'agisse de ceux de la propagande politique, de l'idéologie des groupes sociaux ou des rapports entre puissances internationales. Et on constate aussi que même les sciences exactes n'échappent pas à la manipulation à des fins de propagande politique, ainsi qu'en témoignent les controverses actuelles autour de la vérité scientifique du changement climatique.

En matière de prescription de choix publics, l'économiste est reconnu comme plus crédible que le sociologue ou le prospectiviste. Le statut de leur discipline confère donc aux économistes une responsabilité particulière.

Du temps de l'économie politique, on ne dissimulait pas que les théories des économistes étaient des systèmes de pensée qui étaient au service des classes sociales dominantes et des impérialismes économiques. Adam Smith, avec son « système du commerce » et sa « main invisible », accompagne la montée en puissance de la bourgeoisie marchande de la révolution industrielle et de l'Empire britannique. Tout comme, avant lui, le mercantilisme était l'idéologie des Etats-nations et la Physiocratie, ou « système de l'agriculture », était celle des propriétaires fonciers. La théorie marxiste fournit une bannière de combat à la classe ouvrière engagée dans la guerre sociale. La théorie keynésienne a fourni l'argumentaire en faveur du relâchement de la contrainte monétaire et budgétaire qui freinait l'expansion de l'Etat-providence. Le libre-échange est l'idéologie des économies dominantes ; le protectionnisme, celle des économies émergentes.

Tout comme la révolution libérale-monetariste, la révolution keynésienne, dans la science économique,

ne prend son sens qu'en référence au contexte politico-idéologique des années 1930. Les idées de John Maynard Keynes se sont imposées dans un contexte bien précis : le discrédit de Wall Street (déjà), à la suite du krach du Jeudi noir, le chômage de masse, l'attrait pour le communisme triomphant et le contremodèle de l'économie planifiée, la montée en puissance des syndicats ouvriers, la prise de pouvoir par les technocrates dirigistes et les bureaucraties de l'Etat-providence.

La théorie keynésienne a fourni un argumentaire scientifique permettant de peser sur les négociations sociales et de placer le pouvoir monétaire sous le contrôle du pouvoir politique. Les furieux débats de l'époque opposaient les partisans du plein emploi et ceux de la rigueur monétaire et budgétaire : les banquiers centraux accablaient les gouvernements dispendieux de leurs « remontrances » pressantes. Keynes donna aux forces sociales et aux syndicats l'argument dont ils avaient besoin pour autoriser les déficits budgétaires et pour nationaliser la politique monétaire. S'ensuivirent le New Deal, les politiques de plein emploi, l'Etat social et la politique industrielle.

On a pu reprocher aux économistes de Chicago de s'être mis au service des capitalistes et d'avoir enrichi les banquiers. En réalité, ils n'ont fait que renouveler le raid sur la politique réussi cinquante ans plus tôt par leurs prédécesseurs keynésiens issus de la crise de 1929 et de la Grande Dépression, tombeurs de l'Ecole Néo-Classique.

Puis vint la captation des économistes par les spéculateurs du nouveau marché financier. Le paradigme EMH engendra de plantureuses commissions sur les ventes de titres, la spéculation sans couverture, les super bonus et les parachutes dorés. Il confirma Wall Street et la City dans leur statut de maîtres du monde. *Cui prodest ?*, nous demande le juge d'instruction.

Un caractère distinctif de cette crise, trop rarement souligné, est la conjonction d'une crise financière sans précédent avec une élection présidentielle de rupture. En matière de promesses de réformes, la succession d'Obama à Bush est aussi vertigineuse que celle de Roosevelt à Hoover, d'où naquirent le New Deal et l'Etat-providence.

Avec la crise vient le temps de la repentance. Le G20 appelle solennellement à la régulation financière. Les paradis fiscaux sont punis, les rémunérations des *traders* et des banquiers sont plafonnées. Au moins en principe, sinon dans les faits : c'est mieux que rien, mais pas vraiment suffisant. Le Comité de Bâle, instance où les financiers débattent des règles de leur profession, édicte des principes : l'exigence de ratios prudentiels raisonnables suscite l'opposition des banques, dont les protestations véhémentes trahissent la source réelle de leurs profits. On évite soigneusement d'évoquer le rétablissement de la « muraille de Chine », qui isolait jadis les banques commerciales des banques d'investissement, dont la suppression est pourtant la cause fondamentale du krach.

Malgré les dénis et les rideaux de fumée, la vérité se révèle tant bien que mal. L'abus de position dominante des grandes banques universelles et la confusion des genres sont démasqués par l'appel à l'argument fondateur de l'antitrust – *too big to fail* –, qui appelle au démantèlement des concentrations financières. L'administration Obama veut faire voter la *Volcker rule* interdisant aux banques de se consolider avec les *hedge funds*. Le Congrès met en place une instance de protection des consommateurs de services financiers ; l'Union européenne instaure un Conseil de stabilité financière et du risque systémique. L'ombre menaçante de Glass Steagall revient rôder sur Wall Street.

QUEL NOUVEAU PARADIGME ?

En l'espace de quelques mois, le monde a changé. Quel nouveau cadre intellectuel faut-il mettre en place ?

En premier lieu, il faut repenser la régulation des marchés financiers, cette fois à l'échelle internationale, réprimer vraiment la course au moins-disant réglementaire. Par exemple, en imposant une règle universelle de séparation des banques de dépôt et des marchés financiers, comme on le fit, après 1929, sur le territoire américain : la concurrence de la City, où prit source la vague spéculative, ne fut pas étrangère à l'abrogation du *Glass Steagall Act*. En revanche, ne songeons pas à éliminer la spéculation, ni les produits dérivés : ils sont inhérents au fonctionnement des marchés et utiles à l'équilibre, mais il faut leur fixer des limites.

Le monde financier rerégulé sera très différent de celui qui nous est devenu familier, avec la protection des consommateurs, le démantèlement des concentrations excessives, la déontologie des conflits d'intérêt, la mise en question de la banque universelle et globalisée. Et, surtout, le désendettement généralisé. Après avoir vécu quinze années d'économie d'endettement exubérant, quinze moroses s'annoncent pour demain.

Le paradigme EMH s'est effondré, comme hier le paradigme macroéconomique et le paradigme marxiste, comme jadis le paradigme mercantiliste. La crise contemporaine engendrera, demain, un nouveau paradigme de la science économique. Sur quels concepts se bâtira-t-il ?

Il faut séparer le bon grain de l'ivraie, ne pas jeter les acquis positifs avec les erreurs commises. Ce ne sont pas le capitalisme, la propriété privée des moyens de production, la liberté du commerce, le libre-échange, la concurrence qui ont failli. C'est le dogme du marché financier dérégulé qu'il faut réviser.

Ce n'est pas la science économique qu'il faut condamner. Il faut continuer de préférer le gouvernement par les ratios au gouvernement par les ragots. Toute conceptualisation est par nature une caricature de la réalité. Pour comprendre, pour modéliser, il faut simplifier, mais il faut aussi se garder de l'illusion scientifique. L'enjeu, c'est de retenir les concepts pertinents. Ce qui différencie la science de la croyance, la raison de la religion, c'est la

méthode expérimentale, c'est-à-dire la confrontation du modèle de représentation à la réalité, faute de quoi l'hypothèse devient dogme. C'est précisément ce qui vient d'arriver à l'hypothèse du marché financier efficient.

Lorsque cette confrontation s'avère inexacte, il faut changer de modèle, car la réalité est ce qu'elle est. A mesure que le recours aux démonstrations mathématiques s'imposait comme gage de vérité scientifique, la profession des économistes s'est trouvée comme fascinée par les modèles d'équilibre concurrentiel : des abstractions suffisamment simples pour être mises en équations, assez complexes pour mériter des travaux de recherche. Dérive au demeurant classique dans toute corporation, dont les membres se parlent entre eux selon leurs propres règles, édifient leur tour d'ivoire, dans un cadre conceptuel commun autosuffisant, qui finit par se désintéresser du concret et se passer de la réalité.

Les abstractions financières avaient effacé l'économie réelle de notre champ de vision : l'entreprise se trouvait réduite à une machine à produire du *cash flow*, les marchés financiers étant réputés apporter toutes les informations pertinentes. Disparus des écrans radar, les usines, les ouvriers, les ingénieurs, les agents commerciaux ! L'innovation n'était envisagée que comme la part dans le PNB des crédits des ministères de la Recherche, alors qu'il s'agit de la rencontre des techniques avec les machines, des produits avec les clients.

Un paradigme peut être remis en question de deux manières – suivant qu'il se révèle *irrelevant* ou *inconsistent*. Pour assurer l'équilibre et la croissance de l'économie, le test du paradigme EMH a échoué. La « stupeur incrédule » d'Alan Greenspan est en elle-même un aveu. Notre représentation de l'économie est appelée à changer profondément. Le XX^e siècle a été le siècle des économistes, baptisés « ingénieurs en sciences sociales ». Après le crépuscule des économistes, le XXI^e siècle sera-t-il le siècle des scientifiques ?

Quels changements de représentation et pour quel monde nouveau ? La mise en œuvre d'une régulation financière mondiale constituera un premier changement institutionnel de grande ampleur. Le second concernera le désendettement. Là aussi c'est un monde nouveau qui se prépare, encore plus nouveau que ne le fut le monde sans inflation issu de la révolution monétariste. Un endettement total américain de 350 % du PNB n'est pas soutenable. Le poids des actifs financiers (qui s'élève aujourd'hui à 350 % du PNB mondial, contre 100 % il y a trente ans) devra lui aussi se réduire. Par ailleurs, deux principes qui motivent aujourd'hui les peuples – le principe de précaution et le développement durable – mettent en question la science économique classique et invitent à penser autrement.

Est-ce le crépuscule de l'économie des marchés financiers ? Sera-t-elle remise au placard, comme l'a été la

macroéconomie keynésienne ? Quelle discipline lui succédera ? On voit déjà se profiler, comme candidats au *mainstream*, les économies de l'environnement, des externalités, la compréhension des mécanismes complexes de l'innovation, de la créativité, de l'Internet. Verrons-nous un retour des ingénieurs économistes, calculateurs d'investissements d'infrastructures, semblables à ceux disparus avec la chute du Gosplan ? La « clarté aveuglante du concept » qui inspirera le nouveau paradigme, fait encore défaut.

Pour autant, l'*aggiornamento* de la profession est loin d'être accompli, car ils sont encore là, ceux qui ont façonné le cadre intellectuel qui a régné vingt ans durant, avec leurs codes, leurs consensus, leurs manières de voir. Pour beaucoup d'entre eux, le krach est arrivé parce qu'il y avait encore trop d'Etat. Ce n'est qu'avec le relais des jeunes générations que les mentalités changeront.

De même, est encore bien présente toute la population spéculative engendrée par le paradigme EMH. Ils ne sont pas prêts à s'effacer, ni à prendre leur retraite, les acteurs des marchés financiers, les intermédiaires enrichis par les commissions d'intermédiation, les *chief economists* des banques, les spéculateurs des *hedge funds*, les spécialistes ès paradis fiscaux... On ne va pas les condamner à l'exil, bien qu'ils menacent de transplanter leurs activités à Singapour, si la régulation s'impose sur leurs territoires de chasse actuels...

La science n'a pas de patrie, dit-on. Est-ce si sûr ? L'économie a été monopolisée par les Anglais, puis par les Américains. Laissons-les s'expliquer entre eux. Laissons Paul Volcker régler ses comptes avec Alan Greenspan. Laissons Joseph Stiglitz (qui fut le président des conseillers économiques de l'administration Clinton et le *chief economist* de la Banque mondiale) prendre tardivement des accents vengeurs. Laissons le jury du Prix Nobel récompenser *in extremis* l'éditorialiste polémiste du *New York Times* Paul Krugman, comme pour se faire pardonner d'avoir décerné de si nombreuses récompenses aux thuriféraires de la dérégulation. Intéressons-nous plutôt à ceux qui n'ont pas échoué : aux économistes chinois – qui pensent le long terme –, à leurs homologues allemands – qui pensent technologie –, et, pourquoi pas à leurs collègues français – qui pensent Etat. Qui les connaît ?

Intrinsèquement, l'économie demeure une science sociale et de gouvernement, dont l'objet est d'assister (d'influencer ?) les décisions : décisions macroéconomiques, lorsqu'il s'agit de Nations ; décisions microéconomiques lorsqu'il s'agit des entreprises. Comme telle, elle a été et demeure un enjeu de pouvoir, que les pouvoirs cherchent bien naturellement à mettre à leur service. Il ne faut en vouloir ni aux partis politiques, ni aux banquiers, ni aux économistes. Il faudra seulement s'en souvenir en construisant le nouveau paradigme.