

*Cet article constitue l'approfondissement et la remise en forme de mon analyse de la crise économique actuelle déjà esquissée dans un [article précédent](#). La thèse proposée permet d'expliquer à la fois cette crise spécifique mais également la succession rapprochée de bulles financières constatée dans les faits. Cette analyse est également un plaidoyer contre le conformisme intellectuel et avance, en filigrane, des doutes sur les initiatives de régulations des marchés financiers comme réponse auto-évidente à une supposée dé-génération de l'économie dite financière.*

L'actualité économique et financière de ces derniers mois, a induit un nombre considérable de réactions et d'analyses de la part d'économistes et d'experts. Ces analyses ont mis en évidence un certain nombre de facteurs qui ont pu conduire à la situation de difficulté généralisée que l'on connaît aujourd'hui. Les citer toutes remplirait une encyclopédie : à titre d'exemple je rappellerai ici l'excellent rapport « La crise des subprimes » paru à la Documentation Française en 2008 [\[1\]](#). Dans cet ouvrage, les auteurs constatent que l'origine de la crise ne peut pas être reconduite à un facteur déclenchant unique : une telle perturbation des systèmes économiques mondiaux n'a été possible, à leur avis, qu'en présence de l'activation simultanée de plusieurs détonateurs [\[2\]](#) :

- une situation macro-économique instable ;
- des dysfonctionnements micro-économiques ;
- des pratiques financières à haut risque.

Cette analyse présente un intérêt indéniable, car elle permet de montrer comment un excès de « tranquillité » [\[3\]](#) et de « crédibilité » [\[4\]](#) peuvent contribuer à prendre des risques de plus en plus importants, tout en les sous-estimant. La recherche exagérée du profit de la part des établissements financiers se lançant sur des activités de plus en plus risquées et la contagion par titrisation sont également mis en évidence. De même, les décisions de la FED établissant le taux directeur à un niveau exceptionnellement bas, jusqu'au plancher de 1% maintenu de fin

juin 2003 à fin juin 2004, sont aussi évoquées.

Cependant, ce rapport et plus en général les nombreuses analyses sur la crise sont défailants, à mon avis, sur un point précis. Si l'enchaînement des décisions et des comportements qui ont créé des conditions propices à la crise et qui, par la suite, ont fait mûrir ces conditions jusqu'à l'éclatement actuel est décrit de manière assez convaincante à partir d'un point zéro fixé de façon arbitraire, rien ou très peu n'est dit sur les raisons et les logiques profondes qui ont contribué à déterminer cette situation initiale.

;

Pour faire un exemple hors du champ économique, c'est comme si on expliquait un grave accident de la route par le constat suivant :

- le chauffeur avait bu ;
- il roulait trop vite ;
- la route était glissante en raison de la pluie.

Il paraît évident que, à partir du moment où ces conditions sont réunies, la probabilité de voir un accident se produire devient très élevée. Pour autant, rien n'explique, dans ces propositions, pourquoi quelqu'un ayant bu s'est retrouvé à rouler trop vite sur une chaussée mouillée. En particulier, rien ne permet de savoir si le chauffeur avait la capacité [\[5\]](#) de ne pas se retrouver au volant, conduisant à une telle vitesse, dans son état, par temps de pluie. En effet, pour reprendre une critique courante à l'égard des travaux de Minsky, on constate mais on n'explique pas. Par conséquent, les remèdes proposés, tout en ayant l'apparence de la rationalité, risquent fort d'être des simples actes de foi : si le chauffeur n'avait pas (ou pensait ne pas avoir) de choix alternatifs et si cela n'est pas pris en compte, aucune mesure de prévention ne pourra être réellement efficace.

Pour revenir à la matière économique il est utile de regarder de près les deux paradoxes évoqués plus haut. Tant le paradoxe de tranquillité que celui de crédibilité postulent, implicitement, l'irrationalité des acteurs économiques. En effet, tout individu moyennement informé sur l'économie sait que des périodes fastes sont suivies par des moments plus difficiles et vice-versa, dans une succession de hauts et bas dont l'ampleur et la fréquence sont difficilement prévisibles mais dont la future manifestation fait peu de doutes. Ainsi, l'individu raisonnable, à défaut d'être rationnel, devrait être porté vers l'épargne en période faste et vers la surconsommation par rapport au revenu en période creuse, au moins en l'absence de systèmes de protection sociale. Par ailleurs, les êtres humains semblent avoir été, de ce point de vue, suffisamment rationnels dans leur histoire : si on se réfère aux économies agraires de subsistance, où deux cycles de périodes fastes et creuses s'enchevêtraient, le simple cycle saisonnier et le cycle des bonnes et des mauvaises années, on remarquera que la consommation alimentaire y était relativement lissée par les phénomènes de stockage/déstockage [6] saisonniers alors que l'équilibre pluriannuel était tributaire des limites des techniques de conservation. Par conséquent, si cette irrationalité existe, ce qui semble être confirmé par les observations de Minsky et Borio, la recherche du moment de son apparition et des mécanismes qui ont pu la conforter jusqu'à présent serait d'une importance capitale. J'y reviendrai mais, avant d'entreprendre cette voie de réflexion je souhaite qu'on admette cette irrationalité des acteurs pendant quelques minutes. Si les acteurs sont irrationnels, alors aucune relation de cause et effet ne peut être invoquée pour expliquer les phénomènes et encore moins il est possible des initiatives de correction : tout comme dans l'exemple de l'accident routier, les mesures de relance économique, dans un contexte irrationnel, relèveraient de l'acte de foi. Par ailleurs, est-ce qu'une banque centrale pourrait organiser un certain degré de manque de crédibilité afin d'éviter les comportements paradoxaux décrits par Borio et Lowe ? Au-delà des effets désastreux sur les systèmes économiques des banques centrales faibles et peu crédibles (Italie dans les années 80, Argentine à cheval de l'an 2000

[7]

pour en fournir quelques exemple), aucune institution en a la capacité : soit elle est crédible, soit elle ne l'est pas. Donc, en l'état, le paradoxe de Borio reste un constat peu susceptible d'indiquer des pistes d'action. Et pourtant, des pistes d'action sont envisagées, ce qui conduit à dire que les différents analystes, observateurs et professionnels qui travaillent sur la crise ne sont pas conscients des limites, pourtant évidents, de leurs approches.

On pourrait être tentés de voir dans cette actualité une corroboration [8] des travaux de J.K. Galbraith en matière de « conventional wisdom »

[9]

. Dans l'idée de Galbraith cette « sagesse conventionnelle », s'apparente à de la pensée unique : une norme de réflexion, de décision et de comportement qui s'impose par la force des conditions et qui devient, par sa seule renommée, une référence suggestive. Le « mensonge innocent », ce mensonge qui, c'est l'économiste américain qui parle, « n'engendre, notons-le, aucun sentiment de culpabilité ni de responsabilité ». Ce mensonge est tellement partagé qu'on fini pour y croire, des affirmations et concepts qui n'ont aucune relation nécessaire avec la réalité sont acceptés puisque ils « arrangent chacun ». A cause d'un tel manque de contradictoire l'économie devient une « science complaisante » qui laisse les systèmes sociaux

et économiques prisonniers de leurs illusions. Celles-ci peuvent être dangereuses, car elles facilitent la perpétuation de comportements destructeurs sous couvert d'une parfaite bonne foi des acteurs.

Ces derniers ne sont pas forcément déraisonnables mais leur rationalité est affectée par une double asymétrie d'information : on ignore le fond des dossiers et on évite de se poser trop de questions. On fait confiance au comportement du marché, on se repose sur la sagesse conventionnelle. A titre d'exemple, on peut citer ce haut responsable politique européen affirmant, pas plus loin que le printemps 2007, qu'une des faiblesses économiques de son pays était le trop faible taux d'endettement des ménages et qu'il fallait trouver les moyens de faciliter l'accession à la propriété immobilière via un assouplissement des conditions de garantie des prêts, notamment par la possibilité de porter la valeur du logement en garantie. Ce qui est la base même du principe des « sub-primés ». De même, le fait que les dirigeants des établissements renfloués par les prêts d'argent public ne trouvent rien d'anormal au fait de s'octroyer des primes et des rémunérations en actions assez importantes, semble en effet plaider pour ce manque du sentiment de responsabilité déjà évoqué.

Si le constat est insuffisant, il est nécessaire de dépasser le stade du « comment » de la crise pour aborder, vraiment, le sujet du « pourquoi ». Autrement dit, est que cette crise repose sur la mauvaise foi et l'incompétence des établissements financiers et des banques centrales, la Federal Reserve en premier lieu, ou est que cette crise est le produit d'une croyance de parfaite bonne foi, d'un parcours où des décisions parfaitement rationnelles du point de vue des théories et des interprétations communément acceptées se sont avérées déraisonnables ? La réponse appelle un raisonnement théorique non conventionnel.

Tout d'abord, un constat : les premiers commentaires aux initiatives de sauvetage public des établissements financiers en déconfiture [10], avaient été presque unanimes dans leur mettre en avant l'incongruité de la demande d'intervention publique dans des cultures, pour exemple celle des États Unis, perçues comme le berceau il de l'« ultra-libéralisme », pour aboutir à l'identification de la « mort du libéralisme » ou, pour les plus nuancés à celle d'une « crise du libéralisme » [11]. Si ces arguments ont leurs raisons, il est important de noter qu'une autre lecture des faits est possible. Tout d'abord, on ne peut pas parler de libéralisme contemporain sans se référer à Hayek et à son « néo-libéralisme ». Dans une économie à la Hayek, l'État maintient un rôle important, aspect souvent négligé par les commentateurs peu avertis, vis-à-vis du monde économique et plus spécifiquement « du marché ». Si ce dernier est un « ordre spontané », et si en tant que tel il prime sur les « ordres fabriqués », il nécessite néanmoins que la règle et la loi soient établies, en particulier pour ce qui concerne le droit de propriété, les dommages et les contrats [12]

. Pour assurer le respect de telles règles, l'Etat et les acteurs économiques doivent rester

indépendants : un système où le politique et l'économique sont si fortement imbriqués comme aux USA devait paraître à Hayek très peu libéral. En cela, des points de contacts peuvent être retracés avec la critique des « deux systèmes économiques » portée par Galbraith : dans une telle distribution du pouvoir, où le politique est dépendant de l'économique

[13]

il est tout à fait normal que certains s'adressent aux fonds publics alors que d'autres, trop petits, n'y ont pas accès. Evacué l'erreur de perspective liée aux USA « libéraux », on peut montrer plus aisément comment cette crise puisse être vue comme une confirmation des thèses authentiquement libérales.

Comme l'on vient de dire, pour les libéraux le marché nécessite de s'appuyer sur un nombre, certes restreint, de règles et principes de droit. Or, il est aisé de montrer que le dispositif des « sub-primes » viole le droit de propriété alors que leur titrisation viole le droit des contrats. En ce qui concerne le montage financier lui-même, il peut être assimilé à un vol. En effet, par le biais de ce procédé, l'établissement de crédit va accorder un prêt, normalement à taux variable, à quelqu'un dont la solvabilité n'est pas assurée à long terme, en prenant comme garantie la valeur du bien immobilier acheté. La logique de l'opération est, en apparence, imparable. Deux cas de figure :

- le client réussit à rembourser le prêt, peu importe comment (amélioration des revenus de travail, gains, revenus illicites, ...) ce qui permet à l'établissement de récupérer le capital et de gagner des intérêts assez importants, les « sub-primes » étant mieux rémunérés que les autres prêts immobiliers ;

- le client ne réussit pas à rembourser le prêt, ce qui est même mieux car l'établissement, en sus des échéances versées par le client, récupère un bien dont la valeur, en progression continue, permet de récupérer immédiatement une partie des intérêts futurs.

Par ailleurs, le choix des établissements d'accorder très souvent des prêts à taux variable est indicateur de l'évaluation implicite qu'on vient de décrire. Il est tout à fait évident que des prêts accordés en 2003/2004, en présence de taux directeurs inférieurs à deux pour-cent, à une clientèle dont la solvabilité est incertaine deviennent facilement non remboursables en présence de taux variables : à partir de taux planchers, un taux variable ne peut qu'augmenter. À l'évidence, les établissements concernés ont dû estimer que la valeur des biens était une garantie largement suffisante et que la défaillance éventuelle du débiteur ne pouvait pas poser que des problèmes marginaux. Ce procédé, qui frôle la spoliation organisée, aurait été fort probablement très contesté par ce Hayek si souvent décrié qui, il n'est pas sans intérêt de le rappeler, tout en niant le concept de « justice sociale » prônait l'institution d'un revenu minimum

de survie [14] et était opposé à l'idée d' « État minimal ».

A partir du moment où le risque de la créance est évalué comme faible, elle est facilement titrisable et même re-titrisable dans une spirale de création de monnaie virtuelle qui, néanmoins, permet aux différents acteurs de l'opération de se refinancer aisément. A noter que dans ce contrat de titrisation il y a un mensonge caché, un grave oubli : pour que le système tienne, il est nécessaire que les établissements prêteurs puissent augmenter de manière continue le montant des prêts en cours de la sorte que les défaillances puissent être couvertes par les remboursements croissants évitant au prêteurs de devoir mettre sur le marché trop de biens immobiliers à la vente. Cela implique la recherche de clientèles de moins en moins solvables, ce qui entraîne le relâchement des conditions des prêts. A l'évidence, le glissement vers de la demande, en moyenne, de plus en plus à risque modifie la qualité des titres dérivés de ces créances : en titrisant les créances comme si elles étaient homogènes, il y a faux dans le contrat, tromperie sur la marchandise.

Donc, si on accepte une approche à la Hayek, la crise n'indique nullement la faillite de l'approche néo-libérale. Au contraire, elle pourrait être interprétée comme la manifestation de la capacité de l'ordre spontané de marché à se régénérer : le marché sanctionne les violations des règles minimales communément acceptées et le crime ne paie que pendant un temps. Bien évidemment, dans les théories néo-libérales, rien ne dit que les réactions du marché ne peuvent être violentes. Au contraire, comme dans tout système auto régulé on peut s'attendre à que des violations marginales des règles induisent des perturbations marginales alors que des violations majeures, où perpétrées par les garants de la confiance collective dans le respect des règles, les établissements financiers en font partie, vont provoquer des perturbations majeures. Par ailleurs, si on admet que cette crise est la manifestation d'un mouvement d'assainissement du marché, on comprend plus facilement l'hostilité des républicains américains au premier plan Paulson de sauvetage des établissements financiers et les réticences de nombreux économistes quant aux plans de relance de la Présidence Obama.

Ce qui est frappant, à mes yeux, est que tous les acteurs concernés avaient en main tous les éléments pour détecter le problème à temps et éviter de se mettre en danger :

- l'acheteur peu solvable sait pertinemment que sa situation est fragile et que, au moindre imprévu, elle peut basculer du mauvais côté. Cependant, il a dû penser qu'il allait s'en sortir

· Le prêteur sait parfaitement que, en allant vers une clientèle de plus en plus fragile, il va atteindre un point où il ne pourra plus éviter de mettre les biens sur les marchés. De même, il sait qu'à ce moment il n'y aura pas de clients, peu importe les taux d'intérêt, car la demande solvable aura été satisfaite. Pour autant, il va continuer à croire que les prix de l'immobilier ne peuvent pas s'effondrer

· L'acheteur des titres dérivés, ainsi que les rehausseurs de crédit tels AIG, n'ignorent pas les évolutions des marchés immobiliers ni l'évolution des taux de défaillance des crédits subprimes [15] ni l'effet multiplicateur des marchés des produits dérivés. N'empêche, ils vont continuer à croire que le risque ne s'est pas modifié et que, à la limite, cela va concerner un petit stock d'actifs.

Donc, les trois groupes d'acteurs à l'origine des comportements et des décisions qui ont conduit à la crise semblent avoir été absolument irrationnels. Ce n'est pas mon opinion : je pense au contraire qu'il est parfaitement possible d'expliquer ces décisions et comportements admettant que les acteurs aient fait des choix raisonnables, de leur point de vue, compte tenu des informations et des croyances constituant leur système de connaissance.

La lecture que je fais des origines profondes de cette crise, de la logique implicite dans les choix des acteurs impliqués, repose sur mes recherches qui me sont propres en matière de théorie économique et de théorie du développement. L'hypothèse de base de ces recherches concerne la réfutation du postulat de non saturation dans le cadre de la microéconomie néoclassique : il est, à mon avis, aisé de montrer que dans une économie développée l'hypothèse de l'existence d'un réservoir illimité de besoins non satisfaits à un instant donné contraste avec la rationalité des acteurs économiques. Au contraire, un système économique efficace tendra à saturer la demande de plus en plus rapidement pour aboutir à une situation où la propension marginale à consommer est nulle [16]. Bien que cette condition puisse paraître irréaliste, elle s'avère extrêmement efficace pour analyser la situation actuelle.

Prenons celle qu'on appellera une économie de saturation, c'est-à-dire une économie où la propension marginale à consommer est nulle. Contrairement à ce qui paraît intuitif, une telle économie n'est pas forcément dans un état stationnaire. En effet, un système économique complètement saturé ressemble à un marché qui a atteint sa maturité : la demande totale y est stable, les principaux acteurs de l'offre dégagent des profits et de la liquidité, la concurrence y est forte. Face à cette concurrence forte qui risque de mettre en danger les marges, les acteurs de l'offre mettent en place des stratégies de diversification et de recherche de nouvelles débouchées. Ces deux aspects méritent d'être regardés séparément.

Historiquement, les systèmes économiques ont évolués, bien que de manière non linéaire, vers des degrés d'ouverture de plus en plus poussés. Par ailleurs, les économies « ouvertes » ont montré leur capacité à être plus performantes que les systèmes autarciques, ce qui a été gravé dans des plusieurs théories du développement [17]. En effet, dans une économie fermée, c'est-à-dire sans exportations ni importations, toute la production doit s'accommoder des ressources disponibles, tant naturelles que financières ou encore humaines et de connaissance. De même, elle doit composer avec une demande relativement restreinte, qui ne peut pas absorber de façon indéfinie (saturation) une production toujours croissante. Par conséquent, afin de gagner l'accès à de nouvelles ressources et à une nouvelle demande, les acteurs de l'offre trouveront parfaitement rationnel de pousser l'économie à s'ouvrir, notamment s'ils estiment ne pas pouvoir être concurrencés dans leur marché domestique. Cette ouverture progressive, permet, en effet, de repousser les limites de la saturation : on vend à d'autres personnes.

Bien entendu, on parle dans ce contexte de rechercher une demande solvable, susceptible de permettre à chaque acteur, pris de manière individuelle, l'accès à un réel potentiel de développement. Cependant, ce processus n'est pas infini : en effet, une économie parfaitement globalisée, c'est-à-dire une économie comportant l'intégration des économies planétaires dans un seul système productif où les interconnexions sont multiples et transversales aux États et aux agrégats supra-nationaux, ne constitue plus une économie ouverte mais uniquement une économie grande : c'est ce que j'appelle le paradoxe de l'autarcie globale. Dans cet état paradoxal, il n'est plus possible de trouver des débouchés par l'intégration de poches de demande solvable existantes dans d'autres systèmes économiques : donc, faute de parades efficaces, les phénomènes de saturation resurgissent. Dans cette situation, les acteurs de l'offre sont obligés, « rationnellement », de travailler sur la diversification des produits. Ce choix, relativement contraint, favorise le développement du secteur des services aux entreprises [18], lesquels génèrent des coûts additionnels pour les producteurs. Dans un premier temps, ces coûts additionnels peuvent être transférés aux consommateurs : en saturation on peut absorber une faible augmentation des prix sans que la demande en soit affectée. Cependant, au-delà d'un certain seuil, il est nécessaire pour les producteurs de revoir l'organisation de leur activité, à la recherche de la réduction des coûts de structure et de la fidélisation des ressources essentielles pour garantir la compétitivité de l'entreprise. Dans un contexte théorique, tous les acteurs qui n'auront pas réussi à réaliser ces objectifs parfois contradictoires seront expulsés du marché avec un effet induit de concentration. Cela est parfaitement logique : le choix contraint de la diversification dérive directement de la pression concurrentielle accrue par le fait que, en vertu de la saturation et du paradoxe de l'autarcie globale, les débouchés sont insuffisantes pour permettre la survie de tous les acteurs. Le nombre d'acteurs réduit, le marché tendra à se rapprocher d'un modèle d'oligopole non belligérant où les producteurs auront tendance à mettre en œuvre des mécanismes de cartel et, si la non belligérance ne peut être acquise, vers des formes de monopole.

Or, si cette situation est rassurante pour les acteurs de l'offre survivants, est qu'elle l'est également pour les consommateurs ? Dans un contexte de saturation, et dans des conditions purement théoriques, la réponse doit être positive : si le client est saturé cela implique que toute consommation supplémentaire de ce bien n'augmentera pas sa satisfaction. Étant donné que les producteurs n'ont aucun intérêt à réduire le marché si durement conquis, il est raisonnable de penser que le processus de concentration s'arrêtera avant que les comportements des producteurs détruisent de la demande [19] .

Cette situation théorique se heurte à la réalité de réglementation. En effet, sous l'influence des théories économiques communément acceptées quant à l'équilibre du marché des biens [20] , ainsi que sous le poids de l'expérience des années 30, les réglementations visant à empêcher l'excessive concentration des acteurs de l'offre sont nombreuses et les sanctions, pour exemple au sein de l'Union Européenne, parfois retentissantes. Au-delà du jugement de valeur sur ces normes, elles ne permettent pas, pas toujours en tout cas, aux marchés d'attendre ce stade de calme relatif. Par conséquent, les acteurs de l'offre n'ont d'autre choix que de se tourner vers la demande moins solvable s'ils veulent échapper à la saturation.

Si on se concentre en particulier sur le marché de l'immobilier, on verra que la description de cette économie paradoxale, jusqu'ici relativement abstraite, fournit une explication simple de la naissance des « subprimes ». Le marché de l'immobilier, à l'échelle d'un pays-continent comme les États Unis, peut être considéré comme un marché fermé. Seulement les résidents aux USA achètent un logement pour y habiter et les flux migratoires sont rarement porteurs d'une demande immédiatement solvable. Par conséquent, afin d'éviter un ralentissement du marché en présence d'une saturation en devenir, il n'y avait d'autre choix que d'élargir la base de la demande vers des profils de plus en plus à risque.

En filigrane, on voit ici apparaître une deuxième manifestation de la « conventional wisdom » évoquée en début d'article : la foi dans la croissance. L'idée que la croissance économique est indispensable au bien-être des sociétés et des populations est une idée fortement ancrée dans la conscience individuelle et collective des acteurs économiques et des décideurs politiques. Tout doit être mis en œuvre pour que les systèmes économiques puissent produire de la croissance, le reste, sauf comportements indéliçables, viendra. Cette croyance dans la croissance se fonde elle aussi, indirectement, sur le postulat de non saturation et je ne la partage pas mais le fait qu'elle soit répandue n'est pas discutable.

Par ailleurs, bien que les informations en ma possession ne me permettent pas d'être formel

sur ce point, il me paraît raisonnable de mettre en relation les décisions en termes de taux directeur prises par Greenspan avec cette recherche de débouchés pour l'immobilier. Cela me paraît d'autant plus probable que la croissance économique fait partie des missions de la Fed, que l'immobilier est un secteur clé de l'économie américaine [\[21\]](#) et que le lobby immobilier y est assez puissant

[\[22\]](#)

. Sinon on peut en effet penser que Greenspan était un incompetent primaire ne connaissant pas les règles élémentaires de la macro-économie, mais cela serait un peu excessif. Donc, la naissance des « subprimes » peut être parfaitement expliquée sans recourir à des jugements éthiques ou moraux mais simplement en prenant en compte trois éléments :

- la saturation progressive du marché immobilier USA ;
- la volonté des acteurs privés et publiques de soutenir la croissance ;
- le manque d'alternatives à l'intégration dans le marché de la demande peu solvable. Les acteurs étaient « libres » de ne pas mettre en place ces dispositifs mais ils n'en avaient pas la capacité.

Comme on vient de montrer, l'approche de saturation fournit une explication raisonnable, à défaut d'être strictement rationnelle [\[23\]](#), au comportement des acteurs. Dans cette dernière partie on montrera sa capacité à expliquer le développement de la titrisation des « subprimes » et plus en général les raisons qui m'amènent à dire que la crise actuelle n'est pas une crise des « subprimes » mais une crise bien plus profonde : une crise des libertés.

Dans une économie complètement saturée, c'est-à-dire une économie où la condition de saturation est atteinte ou quasi-atteinte pour tous les secteurs d'activité et où la demande non solvable est inexistante, les acteurs de l'offre sont confrontés aux problèmes de concurrence accrue par le manque de débouchés supplémentaires. De cette situation deux choix importants vont en découler :

- en premier lieu, la mise en place de politiques de modération salariale généralisées. En effet, en présence d'une propension marginale à consommer nulle, les entreprises anticipent le fait que les augmentations des salaires ne vont pas permettre d'élargir le

périmètre de la demande. En même temps, des dynamiques salariales particulièrement alléchantes peuvent être proposées de façon ponctuelle aux figures considérées comme clés pour la compétitivité de l'entreprise [24]

- deuxièmement, nous l'avons déjà vu, l'entreprise cherche à l'extérieur de son périmètre les compétences nécessaires pour accroître sa compétitivité, typiquement dans un processus de diversification. Cela pousse le développement du commerce de biens et services effectué entre les entreprises et, plus en général, un certain essor de l'économie tertiaire.

Indirectement, un troisième effet, plus sournois, se produit. Si les revenus des ménages sont relativement stables et si on veut éviter la contraction des marchés les prix de vente ne peuvent pas évoluer excessivement à la hausse. Par conséquent, les gains de productivité doivent compenser le surcoût lié aux efforts de différenciation, sous peine de voir les marges et la solvabilité de l'entreprise se réduire par rapport au volume d'affaires et de ressources employées. Les gains de productivité, comme bien illustré par Jean Fourastié [25], reposent essentiellement sur le progrès technique. Or, ce progrès peut nécessiter de temps pour se produire : une fois que le potentiel d'une idée a été en grande partie exploité, progresser ultérieurement nécessite d'efforts considérables voire d'explorer des sentiers inconnus. Par conséquent, la rentabilité des entreprises, en saturation « parfaite » dépend de la vitesse relative du progrès technique par rapport au développement de la pression concurrentielle. Il est suffisant que le rythme du progrès technique s'essouffle temporairement pour que la deuxième force prenne l'avantage. Dans cette situation, à côté des tensions sur les marges unitaires un problème de solvabilité apparaît

[26]

: en présence de ressources internes stables et d'emplois définitifs croissants, elle n'a, en apparence, que deux choix : réduire ses actifs ou augmenter le recours aux ressources externes. En réalité, ceci est un faux choix : l'importance des gains de productivité fait en sorte que les immobilisations doivent être non seulement maintenues mais souvent renouvelées fréquemment empêchant, de fait la réduction de l'actif. De plus, une réduction volontaire de l'actif induit une réduction progressive des marges jusqu'à au constat de pertes et, in fine, à l'annulation de la valeur de l'entreprise

[27]

. Par conséquent, cette piste d'action ne peut pas être choisie : la seule action que l'entreprise peut mettre en place c'est l'augmentation des ressources externes, donc de son passif. Cependant, toutes les ressources externes ne se valent pas. Notamment, la voie bancaire peut se tarir assez rapidement en raison de ratios d'endettement de plus en plus importants et donc de bilans peu attractifs. Par conséquent, les seules possibilités de se doter de ressources externes croissantes concernent :

- les capitaux propres ;

- les dettes commerciales négociées sur les transactions intermédiaires.

Si le phénomène est généralisé, cela provoque deux effets :

- la recherche de capitaux propres favorise le développement des marchés financiers et, in fine, la financiarisation de l' économie
- l' usage massif de dettes commerciales génère, par contrepartie, un montant croissant de créances commerciales. La titrisation de ces créances permet aux entreprises de retrouver les liquidités nécessaires à leur financement et d' alléger, au moins au plan comptable, leur situation débitrice.

Donc, la titrisation d' effets est simplement une réponse parfaitement logique dans le contexte de référence des acteurs à un besoin accru en termes de moyens financiers. Bien évidemment, cela repose sur la croyance, irrationnelle mais bien supportée par les statistiques et les théories, d' une croissance continue, dans le long terme, même si des à -coups ponctuels peuvent se manifester.

Si on quitte le monde théorique de la saturation « parfaite » et on admet l' existence d' une demande peu ou pas solvable on peut expliquer pourquoi la titrisation des « subprimes » à escompté le succès que l' on connaît. Par définition, la demande peu solvable échappe à la saturation car elle n' a pas les moyens d' accéder aux dépenses qui la satisferaient. De même, sa condition de solvabilité précaire lui empêche d' accéder au marché du crédit. Cependant, si les conditions pour l' obtention de prêts sont assouplies [\[28\]](#) , cette demande peut être rendue artificiellement solvable : comme on rappelait plus haut, le « subprime », tout comme à une autre échelle le « revolving », est étudié pour fonctionner avec ou sans remboursement du crédit. La titrisation de ces créances permet, idéalement, aux établissements financiers de réduire leur risque, selon les méthodes typiques du monde financier. En appliquant la même logique, les souscripteurs re-titrisent les créances immobilières, dont on estime le risque stérilisé, afin de rendre plus liquides leurs actifs. Cette disponibilité de liquidité, à la recherche de rentabilité, est investi dans le système de l' économie réelle via les marchés financiers ce qui permet aux entreprises de satisfaire leurs exigences de financement dans un cercle vertueux à l' apparence infinie. Une masse monétaire grandissante du fait d' un accroissement du ratio entre base monétaire et agrégat M3

[29]

qui ne va pas produire d'effets inflationnistes car cristallisée dans les instruments financiers et qui fonctionne comme une essence virtuelle au service de la croissance. Encore une fois, dans ce cadre d'analyse, les décisions de Greenspan trouvent toute leur logique.

C' est un point sur le quel je n' insisterai jamais assez : si une économie de marché, telle qu' elle a été théorisée jusqu' à présent se fonde sur la liberté de choix des acteurs, notamment sur l' absence d' interdits, considérer ces approches comme universellement valides porte à des conséquences inattendues. Approcher une situation de saturation généralisée [30] avec l' arsenal intellectuel bâti sur l' hypothèse de non-satiété est aussi illogique que penser que l' on se déplacera plus vite sur terre avec des palmes sous prétexte que ce fait est vérifié pour la nage en immersion. Exporter les croyances de la « sagesse économique conventionnelle » dans l' univers de la saturation conduit à des choix contraints

[31]

. Autrement dit, cela aboutit à la réduction des capacités des acteurs économiques, à une réduction de leur liberté. Si les « subprimes » ont été le véhicule de la crise en cours, ils en ont été nullement la cause. Une économie de saturation qui veut poursuivre sa croissance n' a pas beaucoup de choix. Soit elle intègre la demande peu (non) solvable soit elle se dote des moyens d' influencer sur les préférences des consommateurs, de les convaincre à « surconsommer ».

Dans le premier cas, on vient de le voir, cela induit la création d' une bulle financière, nécessaire pour pallier le manque de moyens de paiement. Dans le deuxième cas, c' est la négation de la liberté de choix du consommateur qui est en jeu, la liberté de choisir son achat sur la base de ses besoins mais également celle de choisir de ne pas acheter. Là où la croissance devrait être la manifestation d' une satisfaction croissante des besoins du consommateur, dans ce nouveau contexte elle doit se produire même malgré lui. C' est le grand essor des investissements marketing, du passage, plus ou moins assumé, de « favoriser l' émergence du besoin latent » à « créer le besoin ». Cela se manifeste par l' accroissement des dépenses marketing des entreprises et par l' augmentation, dans les dépenses des ménages, du poids des consommations non essentielles mais devenues, soudainement, indispensables [32]. Cependant, la machine à créer l' insatisfaction, moteur de la croissance, peut générer des sentiments de frustration. Celle-ci, si elle devient suffisamment forte, peut inciter un refus des pressions vers l' achat rendant les dépenses en marketing de moins en moins efficaces. Ce qui pousse vers la demande peu solvable. En fin de parcours on retrouve la situation déjà décrite qui conduit à la création d' une bulle financière, seul moyen pour garantir la rentabilité durable d' entreprises immergées dans un environnement fortement concurrentiel avec une demande solvable plafonnée.

C' est en cela que cette crise ne peut pas être appelée crise des « subprimes » : elle est une

crise de notre système de croyances économiques, une crise de la « conventional wisdom », une crise de notre foi irrationnelle dans un réservoir infini de besoins qui demandent satisfaction immédiate. La conjoncture économique actuelle, qu'on pourrait bien appeler « dérapage », c'est-à-dire une perte de contrôle due à la recherche d'une vitesse excessive, n'apparaît comme autre chose que la conséquence logique de l'application de théories devenues au fil du temps contradictoires avec le contexte car elles ne prennent pas en compte ni le paradoxe de l'autarcie globale ni les possibilités de saturation généralisée de la demande solvable ni le rôle joué par la demande non solvable dans la naissance des bulles. Ces éléments étant considérées comme inexistantes par les théories courantes, ils ne peuvent être pris en compte qu'au prix de modifier le modèle économique de référence. Une remise en cause de notre croyance conventionnelle dans la croissance et dans les bienfaits de la concurrence me paraît nécessaire. Ma conviction est que la croissance n'aurait jamais devenir un objectif des politiques économiques et du jeu des acteurs. La croissance n'est, même dans les théories qui ne prennent pas en compte la saturation, qu'un moyen, un parcours censé permettre d'atteindre les vrais objectifs : le « plus grand bonheur du plus grand nombre » [33].

La force des systèmes économiques de marché a été leur capacité à permettre à un nombre important d'être humains d'avoir accès à un espace de choix non contraints. Choisir sa vie, sa profession, son mode de consommation et même son pays, ce sont des libertés qui nous paraissent naturelles. C'est une illusion d'optique. La grande majorité de terriens ne les partagent pas. En ce processus d'élargissement des libertés, l'augmentation du revenu disponible a indéniablement joué un rôle. Ceci nous a fait croire que le rôle de l'économie est de rendre les hommes plus riches : le fait que le mécanisme à la base de la spirale recherche de croissance - bulle - crise repose sur la réduction des capacités des acteurs (de l'offre et/ou de la demande) montre combien cette image est le fruit d'une aberration. Le rôle de l'économie est de rendre les hommes plus libres, la richesse est un instrument.

C'est pour cette raison que les approches à la crise par la stigmatisation éthique et morale des comportements m'inquiètent : lire un enchaînement de choix contraints comme la manifestation d'une excessive liberté d'action qu'il convient d'encadrer lourdement me paraît paradoxal. La faillite des systèmes à économie dirigée ont montré les limites du mythe du demiurge planificateur : si le sommeil de la raison engendre des monstres, l'arrogance d'une rationalité qui se rêve toute-puissante, alors qu'elle est limitée [34] et que, laissée seule, elle ne peut atteindre qu'une connaissance incomplète

[35]

dépendante de la foi dans les axiomes de départ me paraît tout autant dangereuse. Mon opinion est que seul un processus radicalement démocratique et respectueux des deux dimensions de la liberté des acteurs, positive et négative

[36]

, un authentique parcours de « rationalité contractée »

[37]

avec l'Etat dans le rôle institutionnel d'arbitre des libertés pour assurer « l'intérêt général », me

semble à même de donner une réponse effectivement durable à la somme de paradoxes et illusions rationnelles que nous ont conduits à celle qu'on considère désormais la pire crise économique depuis la Grande Dépression.

---

[1] Par Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Bossieu et Gunther Capelle-Blanchard

[2] Op.Cit, page 61

[3] En référence aux contributions de Hyman P. Minsky sur l' analyse des cycles économiques et de leurs liens avec l' instabilité financière

[4] Le « paradoxe de la crédibilité » des banques centrales a été introduit par Claudio Borio et Phillip Lowe en « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. » BIS Working Papers No 114. - 2002

[5] Amartya Sen, « Equality of what » - 1979

[6] Que j' assimile à de l' épargne : stocker un kilo de pommes de terre ou son contrevalet marchand relève de la forme de l' épargne plutôt que de sa substance

[7] L' Argentine, considérée comme l' économie la plus prospère d' Amérique Latine, vécut un effondrement catastrophique en 2001. L' Italie ne put être sauvée de la banqueroute qu' au prix d' un lourd rééquilibrage budgétaire basé sur l' instauration d' un prélèvement obligatoire exceptionnel de 0,6% des dépôts bancaires de tous les citoyens. Ce correctif budgétaire atteint, pour le seul ajustement de l' automne 1992, un montant approximatif de 75 MD ,→ en monnaie actuelle

[8] Le terme est utilisé ici de manière poppérienne. Pour la différence entre démonstration et corroboration voir « La logique de la découverte scientifique » - 1935

[9] Traduisible en français par « sagesse conventionnelle ». En « The Affluent Society » - 1958, repris en « Les mensonges de l' économie » - 2004

[10] Northern Rock (UK), Fanny Mae, Freddy Mac (USA) ou encore Fortis (BEL)

[11] Parmi d' autres, le récent prix « Nobel », Paul Krugman, ou en France, Christian Chavagneux.

[12] Hayek, Droit, législation et liberté

[13] Cfr la nombreuse littérature sur les relations entre GOP et industrie d' armement et du pétrole ainsi qu' entre Democrats et sphères financières et industrie numérique

[14] « Il n'y a pas de raison pour que le gouvernement d'une société libre doive s'abstenir d'assurer à tous une protection contre un dénuement extrême, sous la forme d'un revenu minimum garanti, ou d'un niveau de ressources au-dessous duquel personne ne doit tomber. Souscrire une telle assurance contre l'infortune excessive peut assurément être dans l'intérêt de tous; ou l'on peut estimer que c'est clairement un devoir moral pour tous, au sein de la communauté organisée, de venir en aide à ceux qui ne peuvent subsister par eux-mêmes. » op.cit.

[15] Artus et autre, op. cit, page 30. A partir de 2002 le taux de défaillance annuel des subprimes a toujours augmenté, année après année, pour n' importe quel nombre de mois depuis l' origination.

[16] L' équivalence logique entre le postulat de non saturation et la la « loi fondamentale » de Keynes à été suffisamment mise en lumière par Hicks

[17] A titre d'exemple la théorie de l'avantage absolu de A.Smith, celle de l'avantage comparatif de Ricardo, de l'avantage concurrentiel de M.Porter ou encore la théorie de la base économique.

[18] A titre d'exemple : communication, marketing mais également centres de recherche et de formation ou encore les services d'assistance légale

[19] Il s'agit ici d'une simplification. Une analyse des besoins de régulation à défense des intérêts des consommateurs dans un tel marché nécessite un article autonome

[20] Fondées sur le postulat de non saturation

[21] 10% environ du PIB USA en 2007 (source : US Département of Commerce « Bureau of Economic Analysis)

[22] Une simple recherche internet pour « Real Estate Lobby » fournira de nombreux articles témoignant de l'activisme des différentes organisations

[23] Les deux éléments principaux de limitation de la rationalité des acteurs étant la connaissance imparfaite des conséquences des décisions et le poids des croyances consolidées dans la « sagesse conventionnelle »

[24] Au-delà de la relation contractuelle qui lie la ressource humaine à l'entreprise, on notera qu'on est en présence d'un mécanisme d'enchères, plus similaire au comportement d'un professionnel indépendant que d'un travailleur assujéti à un lien de subordination

[25] En « Le Grand Espoir du XXème siècle » - 1989

[26] Le lexique utilisé est celui de la comptabilité d' entreprise

[27] Je renvoie à des connaissances comptables de base pour la démonstration

[28] « Subprimes » mais également prêts à la consommation

[29] En effet, depuis les années 70, le taux de croissance de M3 a été nettement plus important que celui de M1 et, à fortiori de M0. Sources : BCE, FED

[30] Avec ou sans prise en compte de la demande peu solvable

[31] Cfr. supra

[32] A titre d' exemple, le ratio de consommation alimentaire du premier quintile (le 20% plus pauvre de la population) est de 15% environ en France contre environ 59% en Roumanie (année 2005 »“ Eurostat)

[33] J.Bentham, 1781

[34] Concept développé par Herbert Simon

[35] Voir les « théorèmes d'incomplétude » de Kurt Gödel

[36] Amartya Sen, « Pour un nouveau modèle de développement »

[\[37\]](#) Nacamulli, Costa, Manzolini, « Razionalità contrattata » - 1986 (en italien)

---

[Joomla SEO powered by JoomSEF](#)