

Collection « Recherches »

Série Bibliothèque du M.A.U.S.S.

Paul Jorion

Vers la crise
du capitalisme américain ?

LA DÉCOUVERTE / M.A.U.S.S.
9 bis, rue Abel-Hovelacque
Paris XIII^e
2007

ISBN 978-2-7071-5092-9

Le logo qui figure sur la couverture de ce livre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle interdit en effet expressément, sous peine des sanctions pénales réprimant la contrefaçon, la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique est généralisée dans les établissements d'enseignement et à l'université, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc qu'aux termes des articles L 122-10 à L 122-12 du Code de la propriété intellectuelle toute photocopie à usage collectif, intégrale ou partielle, est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans l'autorisation de l'éditeur.

Si vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit d'envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris. Vous recevrez gratuitement notre bulletin trimestriel **À la Découverte**. Vous pouvez également consulter notre catalogue sur notre site **www.editionslade-couverte.fr**

© Éditions La Découverte, Paris, 2007.

Sommaire

Introduction	7
--------------------	---

I. La Bourse

1. Les scandales des années 2002-2003	17
2. Les Américains et la « main invisible »	31
3. Le cours des actions	36
4. La manipulation des comptes	47
5. Les mesures prises à la suite des scandales	61
6. Facteurs positifs et facteurs négatifs	68

II. L'endettement des ménages

7. L'immobilier résidentiel	81
8. L'État-providence aux États-Unis	96
9. Épargne et endettement	109
10. La répartition du patrimoine aux États-Unis	123
11. La contribution de l'immobilier à la précarité des ménages	135
12. Réalité et propagande	165

III. Vers la crise ?

13. Les bulles financières : le prix des actions et des maisons	195
14. Le mécanisme de la crise	221
Conclusion	249

Introduction

Dans son livre, *Après l'empire. Essai sur la décomposition du système américain*, publié en 2002, Emmanuel Todd envisageait la possibilité d'une crise majeure du capitalisme américain. Ignorant cependant sous quelle forme précise celle-ci se manifesterait, il écrivait : « Le plus vraisemblable est une panique boursière d'ampleur jamais vue suivie d'un effondrement du dollar, enchaînement qui aurait pour effet de mettre un terme au statut économique "impérial" des États-Unis. »

Sur les marchés mondiaux des changes, le dollar américain perdait 24 % de sa valeur entre le début de 2002 et la fin de l'année 2004, tandis que l'euro pour sa part s'appréciait de 56 % par rapport à la devise américaine. Certains lurent alors dans cette évolution les signes d'un déclin historique du dollar, et y virent le prélude à une reconstruction radicale des marchés financiers autour de l'euro, appelé à devenir à son tour la monnaie pivot et la nouvelle valeur refuge. Mais l'euro a subi lui-même une sérieuse correction à la suite de la crise identitaire de l'Europe au printemps 2005, avant de reprendre sa hausse par rapport au dollar.

Les acteurs présents sur les marchés financiers n'en revoient pas moins désormais leurs positions, jusqu'au petit porteur américain lui-même qui, pour se protéger contre l'éventualité d'une nouvelle déperdition de valeur du dollar, se repositionne sur les marchés étrangers, et en particulier sur les marchés émergents d'Amérique du Sud où, ironie du sort, ce sont les régimes aujourd'hui plus ou moins marxisants du Venezuela, du Brésil ou de l'Argentine qui semblent redéfinir la donne. Dernier à manifester un enthousiasme débordant

à soutenir massivement la devise américaine : l'État chinois, qui voit dans le marché intérieur des États-Unis la locomotive capable de le tracter vers sa future domination de l'économie mondiale.

Todd laissait de côté – car ce n'était pas son propos – le cadre économique et financier américain, pour porter davantage le regard sur le contexte géopolitique global. L'hypothèse d'une possible crise majeure à l'intérieur même du capitalisme américain, qu'il formule sans en dire davantage, mérite pourtant examen. La crise est-elle déjà présente ? Sinon, est-elle probable, voire simplement plausible ? Les tenants du système sont-ils conscients de ses faiblesses, et si oui, disposent-ils des moyens et de la volonté de l'amender ?

Pour ma part, j'entends mettre ici en évidence les zones de fracture probables du capitalisme américain, et le type de réactions en chaîne susceptibles de précipiter alors la crise. J'étudierai ainsi de façon détaillée ce qui ronge ces « deux piliers du capitalisme américain », étroitement interdépendants, que sont la Bourse et l'immobilier résidentiel.

Quatre constats

1° Le secteur financier américain représente depuis la fin des années 1990 une composante plus importante du produit national brut que l'activité industrielle. Cela est largement dû au fait que le cours en Bourse des sociétés américaines s'établit à un niveau spéculatif. Quels sont les mécanismes et les rouages de la spéculation ? Pour les comprendre, il convient de se familiariser avec tout un ensemble de nouvelles technologies financières. Au nombre desquelles, par exemple, les techniques les plus communes de la manipulation financière que sont la comptabilité « créatrice » (qui prend des libertés avec les faits en tirant parti de conventions admises en matière de comptabilité), la gestion habile *a posteriori* de réserves financières excessives ou de fonds réservés, telles les pensions des employés, la « cote au marché » (*mark-to-market*) de flux de liquidités à long terme, permettant de leur attribuer des valeurs fantaisistes, les emprunts bancaires grimés en transactions commerciales de bon aloi, les prêts consentis à des compagnies d'assurance déguisés en contrats d'assurance (bien qu'aucun risque réel n'existe ou ne subsiste). Et il y en a bien d'autres encore.

2° L'immobilier résidentiel joue aux États-Unis un rôle décisif dans l'enrichissement des ménages. En chiffres absolus, les plus-values en Bourse ne viennent qu'au deuxième rang de leur enrichissement (avec 20 %), la première source (60 %) étant constituée par les plus-values réalisées sur la revente des maisons d'habitation individuelles. On ne saurait surestimer l'importance du rôle joué par le maintien du secteur. C'est pour parer à une crise financière majeure des ménages américains que le New Deal introduisit en 1936 un système de subventionnement du prêt au logement. Au fil des années, ce système, dont l'objectif initial était de simple dépannage, a bénéficié essentiellement à la moyenne et à la haute bourgeoisie, leur permettant de réaliser des plus-values dans la revente de leur logement qu'Alan Greenspan évaluait en 1999 à 25 000 dollars en moyenne. Deux tiers des ménages ont ainsi accédé à la propriété de leur logement. Au moins en théorie, puisque la moitié des « propriétaires » ne sont propriétaires que de nom, ne possédant en titre que 10 % seulement de la valeur réelle de leur maison. Ce succès apparent dans l'accès à la propriété a cependant encouragé les gouvernements successifs à envisager l'idéal d'une « société propriétaire » dans laquelle la totalité des ménages posséderaient leur logement. Or, dans un contexte économique où les disparités financières entre les ménages atteignent un niveau exceptionnel au sein des nations industrialisées – les 50 % les moins nantis de la population se partagent 2,8 % seulement du patrimoine et le 1 % le plus riche, au contraire, 32,7 % –, le rêve américain du « tous propriétaires » est bien entendu au mieux un rêve, au pire, un simple effet de propagande.

À quoi il convient d'ajouter :

3° l'endettement massif des ménages américains, dont le taux d'épargne est tombé petit à petit des 6 % comparables à ceux observés en Europe occidentale à zéro en 2006. La politique prodigue des compagnies émettrices de cartes de crédit permet aux ménages de vivre encore davantage au-dessus de leurs moyens, l'accord s'étant rapidement fait autour du principe qu'une dette est supportable si les revenus permettent de faire face aux échéances mensuelles, évaluées uniquement en termes des intérêts à payer, la question du remboursement du principal étant tout simplement mise entre parenthèses.

4° le déficit record de la balance commerciale, qui avoisine les 60 % du produit national brut. La frénésie de dépenses ostentatoires d'une société où la rivalité avec les « Jones » – les voisins qu'il s'agit d'écœurer – constitue une norme culturelle alimente le déficit de la balance commerciale, vis-à-vis de la Chine en particulier. Celle-ci y trouve son compte et a décidé du coup de soutenir non seulement la dette du gouvernement américain, en achetant mois après mois avec ses dollars en excès des quantités considérables de bons du Trésor, mais aussi plus directement encore la dynamique de l'immobilier résidentiel en étant l'un des principaux acheteurs de *mortgage-backed securities*, ces obligations que les banques constituent en agrégeant plusieurs milliers de prêts au logement en un titre unique. Dans un monde où les États-Unis risquent de perdre leur leadership sur le plan technologique, la Chine a encore besoin de la locomotive que constitue la consommation des ménages américains. Un jour cependant, le marché indien ainsi que son propre marché intérieur suffiront amplement à ses ambitions. Elle pourra alors se désintéresser des États-Unis. Son retrait du marché de la dette américaine, où son intervention massive aujourd'hui contribue à maintenir des taux d'intérêt artificiellement bas, précipitera encore davantage la crise déjà amorcée aux États-Unis.

Inévitable crise ?

Tous ces constats font apparaître que la piste de danse est bordée par un précipice dont la présence n'empêche pas la danse d'être de plus en plus endiablée : le danger ne tient pas au rythme auquel les danseurs s'ébattent, mais bien à la distance qui les sépare du bord !

Je m'attacherai à montrer ici que l'état actuel du marché financier américain comme celui de l'immobilier résidentiel, avec ses incidences sur la surchauffe du crédit personnel, représentent effectivement une situation extrêmement dangereuse pour le capitalisme américain. Et pas seulement pour lui, certes, même s'il n'est pas dans mon propos d'observer ce à quoi Emmanuel Todd s'attachait justement. Le danger est extrême, non seulement en raison des graves problèmes posés dans chacun de ces secteurs, mais surtout parce que, comme il apparaîtra au lecteur, ces deux domaines sont aujourd'hui en étroite interdépendance. Dès lors, toute crise majeure

de l'un aura des répercussions immédiates sur l'autre et amplifiera les très graves problèmes qui l'affectent déjà. Et cela d'autant plus que l'heure de la prise de conscience ne semble pas avoir sonné, si bien qu'aucune glissière n'a encore été installée autour de la piste pour protéger les danseurs.

Nous plongerons d'abord dans les arcanes de la Bourse américaine pour l'étudier sous toutes ses dimensions : des crises et scandales qui l'ont secouée récemment à ses soubassements historico-idéologiques, en passant par ses mécanismes, les innovations majeures qu'elle a introduites et les évolutions qu'elle connaît actuellement. Nous serons alors bien armés pour étudier les rouages du surendettement massif des ménages, autorisé à la base, pour le meilleur et pour le pire, par la croissance exponentielle des prix de l'immobilier résidentiel qui alimente le rêve américain de l'*owner society* et s'en nourrit. Nous constaterons ainsi que la Bourse comme l'immobilier résidentiel sont exposés au même risque structurel : le tarissement de nouvelles recrues à même d'alimenter une dynamique qui n'est rien d'autre qu'un processus de cavalerie. Or, comme chacun sait, la cavalerie ne peut se perpétuer que si se présentent constamment de nouveaux entrants.

Nous sommes, dans l'un et l'autre cas, en présence de bulles financières, et la question est de savoir si elles vont éclater ou si l'on assistera à un atterrissage en douceur. Des risques sérieux existent d'une explosion en plein vol, mais des interventions préventives sont possibles aussi.

C'est là qu'à partir d'un scénario catastrophe croisé avec mes observations relatives à l'idéologie qui sous-tend la société américaine, je ne pourrai que rendre à l'histoire des hommes tous ses droits. Il existe des moyens d'éviter que les danseurs ne s'abîment dans le précipice, mais y aura-t-on recours ? Les Américains ont su dans le passé innover pour faire face à des crises majeures, et leurs origines à la fois puritaines et immigrées y ont joué un très grand rôle : continueront-ils dans cette voie ? Ou bien leurs responsables les laisseront-ils cyniquement se brûler les ailes ?

>>> La suite dans *Vers la crise du capitalisme américain*, par Paul Jorion, éditions La Découverte, collection Recherches. En librairie le 24 janvier 2007. ISBN 978-2-7071-5092-9