

Recherches

PAUL JORION

Vers la crise du capitalisme ■ américain ?



La Découverte • 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

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'une 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 marxissants 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 ?

I.

La Bourse

Le premier facteur de faiblesse du système américain, c'est le marché boursier. L'économie américaine et le système capitaliste en général se fondent sur le financement des entreprises par des investisseurs privés par le truchement des actions en Bourse. La critique traditionnellement adressée au marché boursier est qu'il a évolué d'un mécanisme rationnel de financement des entreprises – ce qu'il aurait été autrefois – vers un simple outil de spéculation. Or l'essence spéculative du marché boursier ne constitue en aucune manière un dévoiement récent et on pourrait la considérer à bon droit comme l'une de ses composantes intrinsèques (je dirai pourquoi un peu plus tard). L'économiste anglais Maynard Keynes déplorait déjà dans les années 1920 que l'activité économique dépende pour son succès de la bonne santé du casino sur lequel elle se greffe. Rien de nouveau donc sous le soleil !

La faiblesse constitutive du marché boursier est liée à sa nature « fiduciaire » : au fait que son bon fonctionnement repose sur un système de croyance, sur la conviction partagée par ses participants qu'il fonctionne de manière satisfaisante. Cette conviction est à la fois son moteur et son carburant. Or, pour que cela soit éventuellement le cas, il faudrait que deux conditions préalables soient remplies : qu'un flux de nouvelles recrues soit constamment assuré pour remplacer ceux des participants qui quittent la partie et que la théorie spontanée expliquant pourquoi il est naturel que les cours soient en permanence à la hausse, d'une part, soit plausible et, d'autre part, continue de se propager.

Or une baisse spectaculaire des cours boursiers en 2001 a précipité la chute d'une compagnie modèle de la « nouvelle économie » (à savoir : sans infrastructure coûteuse) qui avait basé sa stratégie sur une progression constante du cours de ses propres actions. Lorsque celui-ci s'est orienté à la baisse, Enron a en effet amorcé un repli

progressif qui, d'incident en incident, a conduit en quelques mois à son effondrement. Cette conjonction d'événements a braqué les projecteurs sur l'ensemble des subterfuges dont les entreprises américaines se rendaient coupables pour soutenir ou propulser le cours de leurs actions. Les journalistes, les experts financiers enseignant dans les universités, voire les professionnels de la finance eux-mêmes, tous ont alors rivalisé dans leurs efforts de démystification.

Mais, en raison même de sa nature fiduciaire, ce que le marché boursier redoute le plus au monde, c'est précisément la démystification. Sa nature est spéculative, fondée sur des envolées auxquelles il est impossible d'attribuer un fondement rationnel. Cela, les professionnels le savent, et c'est à l'intérieur de ce cadre déroutant qu'ils déploient leur activité (la capacité à supporter l'anomalie sans éprouver la moindre anxiété a toujours signalé sans équivoque le bon *trader*). La conscience de cette nature spéculative inquiète au contraire le boursicoteur qui veut qu'on le persuade que la hausse « naturelle » des cours a un fondement objectif et n'est pas simplement un effet induit par l'enthousiasme des participants – ce qu'elle est en réalité. La « théorie » que proposent les experts aux petits actionnaires est toutefois peu savante et s'enferme rapidement dans les contradictions lorsqu'on tente de la développer au-delà de son expression la plus simple ; mais elle a l'avantage de supposer une corrélation hautement *intuitive* entre la bonne santé d'une entreprise et le cours de ses actions. Les petits porteurs et les participants *passifs* à un fonds mutuel n'en demandent pas davantage.

Malheureusement pour la Bourse, l'intervenant lambda s'effraie devant l'accumulation d'affaires et de scandales que la presse nationale relate jour après jour depuis la débâcle d'Enron en décembre 2001. Des affaires qui – le *Wall Street Journal* y fait allusion quand il en traite dans sa chronique *Open Secrets*, c'est-à-dire « secrets de polichinelle » – ne sont matière à scandale qu'en raison de la prise de conscience tardive que des pratiques qui apparaissaient jusque-là comme reflétant le fonctionnement *ordinaire* de la Bourse constituaient en réalité autant de stratagèmes. On a beau affirmer alors au petit actionnaire qu'il ne s'agit là que de pépins auxquels les experts cherchent activement à remédier, tant d'explications sur tant d'effets de miroir, tant d'écrans de fumée et de tours de passe-passe en écœurent plus d'un et, plus grave encore, découragent de nouveaux candidats éventuels de s'y aventurer.

Les scandales des années 2002-2003

La crise qui a secoué le capitalisme américain en 2002 et 2003 était inédite. Elle était très sérieuse dans ses implications, car elle dévoilait au grand jour que le système avait cessé de fonctionner selon ses objectifs déclarés. La révélation eut lieu lorsque les actionnaires en Bourse se virent expliquer par la presse comment le système avait été truqué en leur défaveur depuis des années.

En quelques mots : au cours des années 1990-2001, une part importante du profit des entreprises qui aurait dû revenir aux actionnaires, selon la conception acceptée du principe de partage des revenus entre ces derniers et les dirigeants des entreprises, a été détournée par ces derniers, souvent avec la complicité de leurs commissaires aux comptes et des banques d'affaires qui assurent la capitalisation de celles-ci sur les marchés boursiers. En sus, lorsque la justice américaine se mit à enquêter sur les divers dysfonctionnements observés, elle mit rapidement au jour, au sein du monde des affaires, des activités frauduleuses et de la corruption à une échelle aussi vaste qu'inattendue.

Du coup, ce qui était apparu à l'époque (la seconde moitié des années 1990) comme le miracle de la « nouvelle économie » des *start-ups* technologiques se révéla rétrospectivement avoir été, non pas une illusion collective, mais une supercherie orchestrée cyniquement non seulement, à la base, par de petits groupes bien organisés, mais également, au plus haut niveau, par le gratin des firmes sur la place financière de Wall Street. Plus surprenant encore, le même mécanisme de détournement de fonds s'est révélé à l'œuvre non seulement parmi les *start-ups* des années 1990,

mais aussi au sein de firmes parmi les plus grandes des États-Unis, telles WorldCom, le numéro 2 des télécoms ou Enron, la septième firme américaine quant à son chiffre d'affaires.

L'énumération serait longue des scandales qui ont émaillé les années 2002 et 2003 et qui auraient pu légitimement ébranler la foi des petits porteurs. Je ne mentionnerai que les affaires les plus marquantes : la collusion entre les analystes financiers et les firmes dont ils s'engagent vis-à-vis du public à juger la valeur en toute indépendance et en toute objectivité ; les salaires astronomiques que s'attribuent les patrons des entreprises cotées en Bourse, aux dépens des actionnaires mais aussi des employés de leur firme ; les manipulations comptables des bilans périodiques des entreprises et leurs répercussions sur le prix des actions ; la manipulation des offres initiales d'achat de titres des entreprises cotées en Bourse et celle des fonds mutuels créant un système à deux vitesses où les petits porteurs sont grugés au profit des intervenants les plus gros.

LA COLLUSION ENTRE LES ANALYSTES FINANCIERS ET LES FIRMES QU'ILS ÉVALUENT

Le rôle des analystes financiers attachés aux banques d'investissement consiste en principe à évaluer les firmes dont les actions sont cotées en Bourse quant à la qualité du placement que celles-ci constituent pour leurs actionnaires. Leurs conseils prenaient le plus souvent la forme laconique de trois signaux : « achetez », « vendez » ou « conservez ». Lorsqu'on eut la curiosité de comptabiliser leurs performances, il s'avéra que le conseil de vendre n'était qu'exceptionnellement donné, même lorsque les firmes évaluées avaient accumulé au fil des années les déboires financiers et se trouvaient au bord de la faillite.

La mise en évidence de la collusion entre les analystes et les firmes qu'ils évaluent revint à Eliot Spitzer, l'avocat général de l'État de New York qui avait annoncé en décembre 2004 sa candidature au poste de gouverneur de l'État, poste auquel il fut effectivement élu aux élections de novembre 2006. Mettant en batterie les armées de stagiaires composant son équipe et qui disséquèrent plusieurs années de courriels saisis dans les banques d'investissement, Spitzer mit en

accusation plusieurs institutions financières parmi les plus en vue et en particulier la banque d'investissement Merrill Lynch.

Les avis optimistes des analystes se révélèrent constituer le plus souvent des prêts pour des rendus en échange des services rémunérés que les banques d'investissement obtenaient auprès de ces firmes. Une fiction régnait : celle d'une supposée « muraille de Chine » entre le département de la banque qui s'occupe de l'émission de titres des firmes clientes, la « banque d'investissement », et les analystes qui conseillent les investisseurs et qui relèvent de la banque commerciale. Les audits ont montré que les commissions des analystes provenaient en réalité de la banque d'investissement et étaient calculées au prorata de leur contribution individuelle au chiffre d'affaires. Les courriels saisis rapportent au jour le jour les longues tractations entre les firmes et leurs banques quant aux recommandations « en toute indépendance » que celles-ci allaient communiquer ensuite aux investisseurs dont elles géraient par ailleurs le portefeuille d'actions. Spitzer diffusera, à l'occasion des poursuites qu'il engagera, certains des courriels ayant circulé au sein des banques d'investissement, où l'on pourra constater que l'évaluation des résultats d'une firme ayant débouché sur le jugement qu'il s'agissait de « camelote » ou de « merde » avait cependant été suivie d'un conseil d'acheter adressé aux investisseurs.

Observation intéressante, la confusion des rôles et les conflits d'intérêt qui en résultaient étaient la conséquence directe d'un effort de déréglementation datant de 1999 : la révocation du *Glass-Steagall Banking Act*, une loi datant de 1933, qui créait une séparation étanche entre les activités de type banque d'investissement et celles de type banque commerciale. Parmi les abus visés par la loi : tout investissement d'une banque dans une firme dont elle a par ailleurs émis les titres en Bourse en utilisant à cet effet les dépôts de ses clients sur leurs comptes bancaires ; les prêts consentis par une banque à une firme en vue de stimuler le cours de ses actions dont cette banque possède par ailleurs de larges quantités dans son propre portefeuille. La révocation de la loi, réclamée par les organismes financiers, rétablissait bien entendu la possibilité de commettre de tels abus.

Jack G. Grubman, analyste vedette de Salomon Brothers – l'une des principales banques d'investissement, absorbée depuis

par la banque commerciale Citigroup –, avait dispensé certaines de ses faveurs afin d'obtenir une lettre de recommandation qui lui permettrait de réserver à ses jumeaux une place convoitée dans un jardin d'enfants huppé. Son patron, Sanford Weill, à la tête de Citigroup, cherchait à cette époque à entrer dans les bonnes grâces d'un des patrons d'AT&T, une compagnie de télécommunications, en vue d'un futur affrontement au sein de son propre comité d'administration. Grubman avait alors révisé à la hausse son évaluation d'AT&T, geste qui avait eu l'effet escompté. Pour le remercier, Weill avait alors fait parvenir à l'école maternelle en question un chèque d'un million de dollars puisés sur les fonds propres de sa banque. Quelques mois plus tard, les enfants de Grubman obtenaient leur admission dans ladite école.

Il ne s'agissait pas là d'un cas isolé : lors du procès pour fraude de plusieurs dirigeants de la compagnie d'assurance médicale HealthSouth, la presse révélait que la motivation principale de l'un des accusés était qu'il cherchait désespérément à devenir le P-DG de la firme dans l'espoir que cela lui ouvrirait les portes d'un club de golf très fermé¹ ! Dans l'un de ses films, *Maudite Aphrodite*, Woody Allen jouait un personnage convaincu du génie de son fils adoptif et persuadé que la réussite académique future de son enfant dépendait du choix de son école maternelle et qui était prêt à tout pour lui assurer l'accès à la meilleure que l'on puisse trouver. La réalité rejoignait, pour la dépasser, la fiction ! Grubman fut condamné à verser 15 millions de dollars aux investisseurs qui avaient suivi ses conseils enthousiastes concernant les firmes de télécommunications WorldCom et Global Crossing. WorldCom fit faillite en 2002 et Grubman, qui était très proche de ses dirigeants, leur demeura fidèle jusqu'au bout : il ne recommanda à aucun moment aux actionnaires de vendre leurs titres. La somme de 15 millions de dollars qu'il eut à verser doit être rapprochée de la prime de 33 millions de dollars dont il avait bénéficié quand il avait démissionné de Citigroup en août 2002.

1. Dan Morse et Evelina Shmukler, « Trial of former HealthSouth head takes on personal note ex-finance chief Owens to testify against Scrushy in fraud case ; once, the two played in rock band », *The Wall Street Journal*, 31 janvier 2005.

LE SALAIRE DES PATRONS

Autre affaire de l'année 2002, la rémunération des patrons d'entreprise. Conséquence des marges de profit substantielles des sociétés et de la facilité pour leurs dirigeants de divertir des sommes considérables qui auraient dû revenir aux actionnaires (du fait, comme on le verra plus loin, du peu d'attention porté jusqu'alors à la distribution de dividendes), les P-DG s'allouent des salaires et des primes de rendement qui se chiffrent en millions, sinon en dizaines de millions de dollars (une étude publiée en 2005 révèle que la rémunération des P-DG américains représente environ 160 fois le montant du salaire moyen dans les industries). L'attribution de très hauts salaires et de primes est facilitée par le fait que l'indépendance supposée des conseils d'administration est le plus souvent battue en brèche, les P-DG peuplant leur conseil de leurs propres créatures. Warren Buffett, un investisseur vedette des marchés financiers américains, compare le fait, pour un conseil d'administration, de remettre en question la rémunération du patron à l'invité qui « rote-rait de manière sonore lors d'un dîner huppé² ».

La justification de ces sommes énormes allouées aux patrons est la nécessité de récompenser leur talent, la norme étant établie en dehors du monde des affaires, à partir des montants obtenus par les vedettes du sport, du cinéma ou de la télévision. Le système de référence du comité interne à la firme qui détermine les salaires et les primes des dirigeants est basé sur l'analyse statistique des pratiques dans les firmes les plus en vue. Comme aucune d'entre elles ne veut attribuer des récompenses inférieures à la moyenne, c'est là, bien entendu, le ressort d'une surenchère permanente.

Les salaires obtenus par les dirigeants d'entreprise n'ont en réalité rien de secret, leur montant figurant dans les bilans financiers publiés périodiquement et communiqués aux assemblées d'actionnaires. Mais en établir le montant précis peut cependant s'avérer complexe, les divers éléments du salaire étant distribués entre de nombreux postes et répartis entre les rapports trimestriels et les rapports annuels. La chute d'Enron fit cependant de ces chiffres un sujet amplement débattu par la presse. Le climat était à la

2. Timothy L. O'Brien, « Mayday ? Payday ! Hit the silk ! », *The New York Times*, 9 janvier 2005.

moralisation et le public exprimait un double souci : que ni la fraude ni l'incompétence ne soient désormais récompensées sous la forme des largesses que les compagnies dispensent à leurs dirigeants. Une mesure avait plus spécialement provoqué l'indignation : au moment où Enron s'était déclarée en faillite, une somme de 55 millions de dollars avait été bloquée et répartie entre 500 employés jugés critiques pour la survie de la compagnie au cours des trois mois qui suivraient. La prodigalité apparente était en réalité une mesure conservatoire intervenant automatiquement en cas de faillite d'une entreprise et visant à prévenir une hémorragie des employés les mieux à même d'assurer un assainissement de sa situation. L'un des dirigeants d'Enron s'était vu octroyer à cette occasion 5 millions de dollars, soit près de 10 % de la somme totale. Or, aux yeux du public, il ne faisait aucun doute que ce personnage était soit l'un des fraudeurs sur le point d'être inculpé, soit un incompetent, soit, plus probablement encore, les deux à la fois.

Le *Wall Street Journal* s'étonnait par exemple en mars 2002 que le P-DG d'American Express ait vu son salaire doubler et atteindre 14,5 millions de dollars au moment même où la compagnie annonçait qu'elle n'avait pu atteindre ses objectifs financiers pour 2001. Trois ans plus tard, rien n'avait significativement changé puisque, en février 2005, le même journal s'interrogeait sur la raison pour laquelle le P-DG du groupe Shaw avait bénéficié d'une prime de 238 000 dollars alors que sa firme affichait pour 2004 une perte de 31 millions. De même, pourquoi la P-DG de Hewlett-Packard, Carly Fiorina, avait-elle bénéficié d'une prime de rendement d'un million de dollars quelques mois avant d'être licenciée par sa firme pour incompetence ?

Le sénateur démocrate Byron Dorgan a éloquemment exprimé le sentiment général lors de la comparution de Jeffrey Skilling, l'ancien P-DG d'Enron, devant une commission sénatoriale. Dorgan s'était adressé à lui en ces termes : « Et quel est votre sentiment à ce sujet, je veux dire : en ce qui concerne les employés ? L'un d'entre eux m'écrivait récemment : il avait 330 000 dollars sur son compte d'épargne retraite, toutes ses économies, il avait travaillé pour votre compagnie de nombreuses années [...]. Ses 330 000 dollars en valent aujourd'hui 1 700. Vous, vous possédez encore vos 66 millions de dollars. Cette famille a perdu toutes ses économies. Comment expliquez-vous cela ? Comment se fait-il que les gens d'en haut se sont

enrichis alors que ceux d'en bas sont ruinés ? [...] Ce qui me vient à l'esprit, s'il fallait faire une comparaison avec le *Titanic*, c'est que le capitaine s'en est allé par le fond avec son navire. Avec Enron, il me semble que le capitaine a commencé par s'offrir une prime, à lui et à ses amis, puis il s'est fait descendre en compagnie des autres huiles dans le canot de sauvetage. Après quoi il a hurlé vers le haut : "Il faut que je vous dise : tout va très bien se passer !" »

En 1995, Michael Ovitz s'est vu attribuer 140 millions de dollars alors qu'il démissionnait de son poste de président de la compagnie Walt Disney ; en 2003, Dick Grasso, P-DG du New York Stock Exchange, a reçu une somme équivalente lorsqu'il a pris sa retraite. En 2002, à l'occasion de leur divorce, l'épouse de Jack Welch, le patron de General Electric, révélait à la cour les privilèges en nature dont son mari avait bénéficié avant de prendre sa retraite, ainsi que ceux dont il disposait encore. Parmi ceux-ci, l'usage d'un vaste appartement à Manhattan, approvisionné en produits et vins fins, des tickets pour des matchs de basket-ball et de tennis, la télévision par satellite dans ses quatre résidences, et ainsi de suite.

En 2003, Fannie Mae, une compagnie mixte dont il sera longuement question par la suite, s'assurait les services de Kenneth Starr – l'inquisiteur du président Clinton lors de l'enquête qui dévoilera son aventure avec Monica Lewinsky – pour qu'il persuade le personnel du Congrès de ne pas révéler au public les salaires des vingt employés les mieux payés de la société³. Le P-DG, Frank Raines, obtiendra pour l'année 2003, en salaire et en primes, 20 millions de dollars.

On aurait pu s'attendre à ce que l'indignation du public les oblige à mettre un bémol à ces pratiques. En fait, si les salaires des patrons semblent en 2006 être rentrés dans l'ordre, la raison en est essentiellement que leur rémunération s'est déplacée vers d'autres postes : les primes de rendement tout d'abord, qui en 2004 représentaient en moyenne 141 % du salaire (contre 5 % pour les employés qui ne font pas partie des cadres de l'entreprise⁴) ; ensuite

3. John D. McKinnon et James R. Hagerty, « How accounting issue crept up on Fannie's pugnacious chief amid multiple investigations, SEC's staff ruling puts Raines, board on the spot "I hold myself accountable" », *The Wall Street Journal*, 17 décembre 2004.

4. Joann S. Lublin, « CEO bonuses rose 46,4 % at 100 big firms in 2004. Median was \$1,14 million ; some chiefs under fire also drew sizable extras », *The Wall Street Journal*, 25 février 2005.

les versements différés que constituent les pensions des P-DG, l'assurance-vie dont bénéficie leur conjoint et dont le montant n'est pas nécessairement publié dans les bilans périodiques des entreprises⁵, etc. Les habitudes n'ont pas changé, l'accent est seulement mis sur un poste plutôt que sur un autre dans le cadre d'une stratégie de dissimulation.

LA MANIPULATION DES OFFRES INITIALES D'ACTIONS COTÉES EN BOURSE

Un autre scandale qui éclata en 2002 fut celui des conditions truquées des offres initiales d'achat de titres des entreprises cotées en Bourse, qui offraient à certains intervenants privilégiés l'occasion de réaliser des gains s'élevant jusqu'à plusieurs millions de dollars lorsque les valeurs souscrites étaient échangées ensuite sur le marché boursier, et cela soit en récompense de services passés, soit comme cadeaux visant à s'assurer leurs bonnes grâces lorsque des prestations de service se concrétiseraient à l'avenir.

Lorsqu'une firme dont le financement était jusque-là d'origine privée décide de se tourner vers le public en vue d'étendre sa capitalisation par l'émission d'actions, une étape précède la vente et la cotation en Bourse : l'offre initiale d'achat. Une banque d'investissement ou plusieurs conjointement organisent cette souscription pour laquelle elles sont en général rémunérées à concurrence de 7 % du montant total des ventes de ces nouveaux titres, ce qui représente pour elles une opération extrêmement lucrative.

Le prix qui sera demandé pour l'action lors de cette souscription qui précède l'échange des actions sur le marché boursier est calculé par la banque d'investissement qui se charge du lancement en fonction de l'actif et du passif actuels de la compagnie. Un principe général veut que la capitalisation (la valeur totale des actions) soit comparée aux recettes annuelles : on considérera, par exemple, que si la capitalisation représente douze fois celles-ci, l'action est bon marché, alors que si le coefficient est de quinze, elle est chère. (On considère, en 2005, que le marché boursier américain est cher, puisque la capitalisation des entreprises représente en moyenne

5. Timothy L. O'Brien, « Mayday ? Payday ! Hit the silk ! », *The New York Times*, 9 janvier 2005.

dix-sept fois les recettes annuelles, alors que les marchés européens sont bon marché avec un coefficient multiplicateur de treize.) Les acheteurs éventuels de ces titres, susceptibles d'en souscrire de larges quantités, semblables en cela à des grossistes, sont alors démarchés par la ou les banques émettrices. Ces acheteurs potentiels sont en général des banques, des fonds mutuels, des fonds de pension, etc.

Or, durant la bulle boursière des années 1999 et 2000, des écarts de cotation considérables furent observés entre l'offre initiale et les prix obtenus lors du premier jour de vente officiel en Bourse. Par exemple, la compagnie VA Linux Systems Inc. vit sa première cotation en Bourse atteindre sept fois la valeur de son offre initiale. Il s'agissait en réalité bien souvent de petites sociétés sans aucun avenir, nées de l'engouement pour les innombrables *start-ups* qui tentaient alors de s'établir sur l'Internet. Une autre firme, Rhythms NetConnections Inc., vit ses actions grimper de 229 % le premier jour de sa cotation en Bourse en avril 1999. Une semaine plus tard, le prix de l'action atteignait ce qui sera son cours plafond de 111,50 dollars, soit une cote de 431 % plus élevée que le prix de 21 dollars exigé lors de l'offre initiale d'achat. La société se déclarera en faillite deux ans plus tard, en 2001⁶.

L'opportunité d'un tel effet de levier a encouragé diverses pratiques frauduleuses. L'une d'elles, appelée le *spinning* ou « tournoisement », consistait à proposer la souscription de paquets importants d'actions à des dirigeants d'entreprise dont la banque d'investissement cherchait alors à gagner les faveurs. Seuls étaient visés des personnages en vue, les firmes auxquelles ils appartenaient n'étant nullement contactées : l'idée était de s'assurer leurs bonnes grâces afin qu'ils pèsent ultérieurement sur les décisions de leur firme lorsque celle-ci aurait à choisir un prestataire de services.

Alors que les quelques particuliers qui parvenaient à souscrire à ces offres initiales d'achat se voyaient interdire la revente rapide de leurs titres, en particulier lors du premier jour de leur cotation officielle, les personnalités *amies* du monde des affaires se voyaient offrir l'accès à ces reventes rapides. Dans un contexte de *spinning*, les ventes étaient assorties de conditions particulières déterminées par la banque émettrice. Ainsi, l'une de ces modalités, le *laddering*

6. Charles Gasparino, Susanne Craig et Randall Smith, « Salomon faces questions on shots to IPOs WorldCom officials got », *The Wall Street Journal*, 10 juillet 2002.

– ce qui signifie « faire la courte échelle », mais aussi « laisser filer », comme l'on dit d'un bas qu'il « file » –, consistait pour une banque à déterminer le nombre d'actions allouées à des personnalités de marque en fonction de la volonté qu'elles manifestaient d'en acquérir des quantités supplémentaires au premier jour de transaction officiel en Bourse. Selon un attendu de la Securities & Exchange Commission (l'organe de supervision de la Bourse), une commerciale de la banque d'investissement Morgan Stanley avait déclaré à un chef d'entreprise qu'une offre initiale était « sur-souscrite un nombre multiple de fois » et que s'il entendait participer à l'offre, cela l'aiderait, elle, de savoir s'il avait l'intention d'en acquérir davantage au premier jour de cotation en Bourse et, le cas échéant, à quel cours. « Quel est votre niveau cible ? » lui avait-elle demandé. Le but de la manœuvre étant bien entendu de laisser filer à la hausse le cours de l'action le jour de sa première cotation en Bourse⁷.

En août 2002, deux dirigeants de la banque Crédit Suisse First Boston furent condamnés pour avoir mis en place un dispositif de suivi journalier des bénéfices potentiels réalisés par leurs invités de marque à la suite de l'offre initiale d'achat à laquelle ils avaient été conviés. L'objectif visé était de se voir rétrocéder par leurs invités un tiers du profit réalisé par eux lors de la revente des titres qu'ils avaient acquis par leur intermédiaire. La rétrocession avait lieu à l'occasion du paiement des commissions portant sur la revente de leurs actions par les invités. Dans le cas qui a conduit à la condamnation des deux dirigeants de la banque émettrice, le souscripteur reconnaissant avait accepté de verser, au lieu des cinq *cents* habituels, une commission de trois *dollars* par action, soit un coefficient multiplicateur de soixante par rapport à la norme⁸.

La possibilité pour les banques d'investissement de choisir ainsi quelques individus triés sur le volet et dont elles recherchaient les faveurs a été rendue possible par un usage bien établi : celui de réserver à la souscription un certain nombre d'actions attribuées aux « amis et membres de la famille », personnes liées aux principaux dirigeants de la firme procédant alors à une offre initiale d'achat. La

7. Randall Smith et Susan Pulliam, « Two more Wall Street firms are targeted in trading probe », *The Wall Street Journal*, 25 avril 2002.

8. Randall Smith, « CSFB executives are fined, suspended for IPO allocations », *The Wall Street Journal*, 16 août 2002.

pratique n'était pas à proprement parler réglementée : la Securities & Exchange Commission déclarait en effet en 1994 qu'« il n'existe pas de règles spécifiques gouvernant le processus d'allocation. Les courtiers sont libres d'établir leurs propres procédures ainsi que leurs priorités dans l'allocation de titres aux investisseurs ». La National Association of Securities Dealers (l'Association nationale des négociants de titres – la NASD, propriétaire de la Bourse NASDAQ aux opérations purement électroniques et spécialisée dans les compagnies de technologie avancée) exige quant à elle que les banques d'investissement veillent à la distribution équitable des actions lors des ventes initiales d'achat et interdit en particulier d'en vendre aux « officiers supérieurs » des « comptes de type institutionnel » (fonds de pension, etc.) susceptibles d'« influencer, ou dont les activités impliquent de manière directe ou indirecte ou sont liées à la fonction d'acheter ou de vendre des titres pour de tels comptes institutionnels ». Mais comme on vient de le voir, ce n'est pas parmi ceux-là qu'eurent lieu les abus⁹. En juillet 2002, la NASD prenait cependant l'initiative d'interdire le *spinning*.

LA MANIPULATION DES FONDS MUTUELS

Après avoir mis en évidence la collusion des analystes financiers avec le département « banque d'investissement » de leur employeur, Eliot Spitzer, l'avocat général de l'État de New York, révéla au public la manipulation à grande échelle des fonds mutuels. On sait que ces fonds constituent à l'intention de leurs souscripteurs des portefeuilles de valeurs boursières selon des critères spécifiques, tel un secteur particulier d'activité ou un type de rendement.

Ce que Spitzer révélait, c'était l'existence, dans le fonctionnement quotidien de ces fonds, d'un système à deux vitesses où les petits porteurs se voyaient grugés au profit des intervenants les plus puissants, la périodicité des transactions étant limitée à un seul moment de la journée pour les petits, mais pouvant, dans les faits, intervenir à n'importe quel moment pour les gros (*market timing*) et plus particulièrement après l'heure de clôture officielle des marchés (*late trading*). Il s'est avéré que cette souplesse accordée

9. Susanne Craig, « Allocations of IPOs : a guide to the game », *The Wall Street Journal*, 29 août 2002.

aux puissants et refusée aux faibles était un mal commun, affectant la plupart des fonds les plus fameux, y compris ceux qui étaient « au-dessus de tout soupçon », telle PIMCO, la plus importante firme de courtage en bons du Trésor américains. Les poursuites engagées par les organes de supervision, au premier rang desquels le bureau de l'avocat général de New York, débouchèrent sur des amendes substantielles, sur des accords de restitution aux victimes – les détenteurs de comptes ordinaires – ainsi que sur des réductions de leurs cotisations futures.

Mentionnons simplement deux cas parmi les plus flagrants. Invesco et sa compagnie sœur, AIM Investments, acceptèrent de verser des réparations à leurs organismes de tutelle au niveau fédéral ainsi qu'à ceux des États qui se montaient à 450 millions de dollars. Les deux firmes payèrent par ailleurs 375 millions de dollars de pénalités et de restitutions ; elles s'engagèrent en outre à réduire les cotisations des investisseurs dans leurs fonds mutuels à concurrence de 75 millions de dollars, étalés sur cinq ans. Second cas : la Securities & Exchange Commission informa le public que Daniel Calugar, l'actionnaire majoritaire de Security Brokerage, une firme de courtage dont le siège social est à Las Vegas, s'était approprié, lui et certains membres de sa famille, 175 millions de dollars de profits résultant de transactions frauduleuses entre sa firme et les fonds Alliance Capital Management et Massachusetts Financial Services.

Sur Internet, le *Wall Street Journal* faisait le point tous les jours sur ces affaires de *market timing* et de *late trading*. Sa liste mentionnait 34 firmes parmi les plus illustres de l'industrie financière, entre autres : Smith Barney de Citigroup, Bank of America, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns et Fleet Boston Financial¹⁰.

LA NOUVEAUTÉ TOUTE RELATIVE DES « AFFAIRES »

En réalité, les faits sur lesquels ont reposé les scandales n'étaient bien souvent, comme y faisait allusion la rubrique du *Wall Street Journal*, que des secrets de polichinelle. Certains d'entre eux avaient déjà été relatés avec force détails par la presse, mais dans

10. *The Wall Street Journal Online*, 21 décembre 2004.

l'indifférence générale. Ainsi, le *Wall Street Journal* avait consacré au *spinning* en matière d'offre initiale publique d'achat une enquête approfondie dès 1997, soit cinq ans avant que la pratique ne devienne l'objet d'un « scandale ». Dans cet article, Cristina Morgan, directeur en charge du département « banque d'investissement » de la firme Hambrecht & Quist's à San Francisco, déclarait au journaliste que le traitement privilégié de certains dirigeants d'entreprise dans la souscription à des offres initiales d'achat « n'est pas illégale. Ce n'est pas non plus immoral. C'est une simple décision commerciale ». Elle ajoutait : « Ce que nous essayons d'obtenir, c'est du chiffre d'affaires. C'est exactement la même chose que de les inviter à dîner. Qualifieriez-vous cela de répréhensible ? Nous organisons par ailleurs des cocktails somptueux où nous leur offrons du caviar. Il s'agit tout simplement d'une autre manière de les influencer¹¹. » Ces propos intempestifs avaient cependant dû créer des remous au sein même de la firme puisque, quinze jours plus tard à peine, Hambrecht & Quist's prenait l'initiative d'un assainissement des pratiques en matière d'offres initiales d'achat en proposant un code de bonne conduite¹². Et les choses n'en resteront pas là puisque le fondateur de la firme, W. R. Hambrecht lui-même, prendra l'initiative, en 2002, de proposer un système inédit : celui d'une enchère ascendante, dite « hollandaise », qui éliminerait les tentations de malversation¹³. La formule, plus favorable aux firmes à la recherche de capital sur les marchés financiers ainsi qu'aux petits investisseurs, sera adoptée en 2004 par Google pour sa propre offre initiale d'achat et, en 2005, par Morningstar, une société diffusant des avis financiers sur les entreprises mais indépendante des banques d'investissement.

Les marchés boursiers s'étaient effondrés à la suite de la bulle financière de 1999 à 2001 et les petits actionnaires y avaient perdu leur chemise. Ils exigeaient maintenant que leur soient livrés les noms des coupables. L'affaire Enron leur en avait jeté en pâture

11. Michael Siconolfi, « Spin desk underwriters allocate IPOs for potential customers. Coincidentally or otherwise, work follows for investment bank », *The Wall Street Journal*, 12 novembre 1997.

12. Michael Siconolfi, « Hambrecht & Quist goes on offensive on "spinning" », *The Wall Street Journal*, 26 novembre 1997.

13. Nick Wingfield, « Effort to use Dutch auctions to distribute IPOs struggles », *The Wall Street Journal*, 31 juillet 2002.

quelques-uns, accompagnés du récit détaillé de leurs excès. Le public nourrissait dès lors l'espoir que, lorsque tous les coquins seraient sous les verrous, les affaires pourraient reprendre dans un climat assaini.

Nota : je n'ai pas ici traité des manipulations comptables des bilans, qui font bien entendu partie des grands scandales de ces années 2002-2003, car je vais y revenir longuement en raison du rôle qu'elles ont joué dans les coulisses du surinvestissement concernant le marché immobilier.

Les Américains et la « main invisible »

Le mouvement de déréglementation de la finance américaine inauguré sous la présidence de Ronald Reagan a soulevé une intéressante question : quelle est la part des règlements en place que l'on pourrait éliminer sans casser la mécanique ? La réponse offerte par le milieu des affaires, représenté par la *Chamber of Commerce* américaine, et par le monde de la finance représenté par la page éditoriale du *Wall Street Journal*, est : « tout ». On pourrait sans danger tout éliminer ! L'opinion dominante, dans le climat qui prévaut en 2006, accorde en effet une confiance absolue à l'existence d'une « main invisible » assurant que les efforts individuels guidés seulement par l'intérêt personnel contribuent par leur addition au bien public.

Il y a là une erreur de jugement qui découle de l'ignorance du fait que l'homme est un animal social. L'erreur est en réalité assez subtile et est la conséquence de l'existence d'un seuil dont la localisation exacte est difficile à établir. Comprendre où elle se situe oblige à s'interroger sur cette notion de « main invisible ».

Sa paternité est en général attribuée à l'Écossais Adam Smith et il est vrai qu'il l'évoque aussi bien dans *La Richesse des nations* que dans sa *Théorie des sentiments moraux*. Il est toutefois paradoxal que, pour l'avoir mentionnée, il ait été choisi par certains groupes d'études conservateurs anglo-saxons comme le saint patron du laisser-faire absolu sur les marchés financiers, puisqu'il était ce qu'on appellerait aujourd'hui un « homme de gauche », partisan de la Révolution française dans un pays – la Grande-Bretagne – où la chose était alors très mal vue, et prenant également le parti, chaque

fois qu'il en avait l'occasion, des ouvriers contre les patrons. Il est amusant, encore aujourd'hui, d'observer la manière dont il s'y prenait alors à l'intérieur du cadre étroit que lui laissait la censure ; il écrivait par exemple à propos du niveau auquel s'établissent les salaires : « Il n'est pas difficile cependant de prédire laquelle de ces deux parties l'emportera ordinairement dans la contestation et forcera l'autre à se soumettre aux termes qu'elle veut imposer. Les maîtres, étant moins nombreux, peuvent s'entendre plus facilement¹. »

À propos donc de cette « main invisible » – qui permettrait que la structure économique survive à l'avidité des marchands, voire même en bénéficie –, il est clair, pour qui lit Adam Smith dans le texte, que sa mention se situe toujours à la limite du sarcasme. Emma Rothschild écrit très justement que « Smith ne tenait pas la main invisible en très grande estime. L'image de la main invisible est à interpréter chez lui comme une plaisanterie légèrement ironique² ». Elle ajoute que, dans sa *Théorie des sentiments moraux* datant de 1759, « Smith décrit certains riches propriétaires particulièrement déplaisants que les sentiments humanitaires ou la justice laissent froids et qui, “dans leur rapacité et leur égoïsme”, poursuivent uniquement “leurs propres désirs vains et insatiables”. Ils font appel cependant à des milliers de travailleurs pauvres pour confectionner des marchandises de luxe, “ils sont guidés par une main invisible qui [...] sans qu'ils en aient l'intention, à leur insu, fait progresser les intérêts de la société³” ».

Un siècle plus tôt, Thomas Hobbes, dans son *Léviathan*, avait pris la main invisible plus au sérieux et c'est en réalité à lui que revient l'idée d'un équilibre social émergeant du conflit d'individus absorbés dans l'accomplissement de leurs fins égoïstes. Mais ce que les partisans de l'État « veilleur de nuit », selon l'expression du socialiste allemand Ferdinand Lassalle, ignorent, c'est le contexte au sein duquel Hobbes voyait émerger la main invisible : celui où les hommes, échappant à l'état antérieur du *bellum omnium contra omnes*, de la guerre de tous contre tous, décident d'abandonner, par un « contrat social », certaines de leurs prérogatives à l'État,

1. Adam Smith, [1776] 1976, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 2 volumes, Oxford University Press, Oxford, p. 83-84.

2. Emma Rothschild, 2001, *Economic Sentiments. Adam Smith, Condorcet, and the Enlightenment*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., p. 116.

3. *Ibid.*, p. 117.

obtenant en échange de ce sacrifice la garantie que leur sécurité personnelle sera assurée. L'État, qu'il s'agisse d'une monarchie ou d'une démocratie, établit alors des règles plus ou moins arbitraires, fondées sur les habitudes, que l'individu se doit d'accepter pour autant que le « contrat social » est honoré, c'est-à-dire pour autant que l'État le protège.

La condition de l'homme antérieure au *contrat social* est celle-ci : « Dans cette guerre de chacun contre chacun [...] rien n'est injuste, écrit Hobbes, les notions de bien et de mal, de justice et d'injustice n'y jouent aucun rôle. Là où n'existe pas de pouvoir commun, il n'y a pas de droit, et pas de droit signifie pas de justice. Dans la guerre, la force et la fraude sont des vertus cardinales⁴. » Et c'est bien là ce que négligent les partisans américains de la déréglementation à outrance : c'est qu'il existe un seuil, celui du *contrat social* qui donne naissance à l'État, au-delà duquel règne la sécurité pour tous et en deça duquel n'existe qu'un état de guerre. J'aurai l'occasion plus loin de montrer ce qu'il en est vraiment de la « main invisible ».

Voici maintenant un exemple de cet état de guerre, emprunté au marché financier américain et résultant de leur prédilection actuelle pour la déréglementation.

ENRON ET LE MARCHÉ CALIFORNIEN DE L'ÉLECTRICITÉ (2000-2001)

En 2000, la compagnie Enron fut à l'origine d'une crise qui dura plus d'un an dans la distribution d'électricité en Californie. Les *traders* d'Enron mirent au point des stratégies de manipulation des marchés de l'énergie qu'ils désignaient de noms évocateurs tels que « Fat Boy », « Death Star », « Get Shorty » ou « Ricochet ». Cette dernière consistait à contourner une réglementation californienne relative aux prix plafonds de l'électricité distribuée dans l'État en la dérivant d'abord vers des États voisins où son prix était en un jour multiplié par cinq avant de la rediriger vers la Californie comme étant cette fois d'origine extérieure. Un mémorandum interne d'Enron commentait : « La stratégie ne semble pas poser de problème mis à part un risque pour l'image de la société résultant du fait que de telles exportations ont pu contribuer à la décision

4. Thomas Hobbes, 1651, *Léviathan*, chapitre 13 : « La condition naturelle de l'homme pour ce qui touche à son bonheur et son malheur ».

de la Californie de déclarer hier un état d'urgence de niveau 2. » La partie désertique de la Californie, tout comme l'Arizona et le Nevada, connaît des températures supérieures à 40° C durant les mois d'été. Les foyers dépendent alors de la climatisation dont la présence ininterrompue peut être une question de vie ou de mort pour les malades et les personnes âgées.

« Death Star », l'étoile de la mort, consistait pour Enron, selon un autre rapport interne, à recevoir une compensation « pour déplacer de l'énergie afin de soulager une congestion sans, en réalité, déplacer aucune énergie ni soulager aucune congestion⁵ ». Dans le contexte de la déréglementation en cours des marchés de l'énergie, ces stratégies de manipulation étaient en fait légales. Enron n'était d'ailleurs pas la seule à les mettre en œuvre, cinq autres compagnies au moins conspiraient avec elle en vue de détrousser l'État de Californie : Mirant, Constellation Energy, Reliant Energy, TXU et American Electric Power.

Je reproduis ici un extrait d'un article publié dans le *Los Angeles Times*. « Le 16 janvier 2001, des *traders* d'Enron ont conçu le plan de déconnecter du réseau une centrale sous son contrôle à Las Vegas le lendemain. Dans une conversation téléphonique, “Bill d'Enron” informait “Rich”, un employé de la centrale de Las Vegas, qu’“on aimerait que vous, les gars, vous fassiez preuve d'un peu de créativité [...] et que vous trouviez une raison de couper le jus”. Il ajoutait que la fermeture devait être présentée sur le mode : “Ah ben, vous savez, c'est des choses qu'arrivent !” Faisant preuve de bonne volonté, Rich répondait : “D'accord, on peut dire qu'on doit arrêter pour l'entretien, comme une interruption forcée, ce genre de truc ?” Bill répondait : “Excellent, Rich. Je savais que je pouvais compter sur toi.” Le jour suivant, la centrale de 52 mégawatts fut mise hors service durant plusieurs heures, des coupures tournantes affectèrent la Californie septentrionale et centrale, et un demi-million de foyers et de commerces furent privés d'électricité. Le même jour, le ministre de l'Énergie, Bill Richardson, signait une réquisition exigeant des fournisseurs qu'ils alimentent l'ouest du pays en électricité⁶. »

5. Richard A. Oppel Jr et Jeff Gerth, « Enron forced up California energy prices, documents show », *New York Times*, 6 mai 2002.

6. Jonathan Peterson, « Tapes reveal Enron's power plant rigging, transcripts detail how electricity traders conspired to shut down smooth-running generating facilities during the energy crisis », *Los Angeles Times*, 4 février 2005.

Un bon exemple donc de la guerre de tous contre tous. Certains tirèrent bien sûr argument de ces pratiques pour remettre en cause la déréglementation du marché de l'énergie, mais la droite libertarienne y trouva un motif pour dénoncer au contraire son caractère incomplet. Ainsi d'un chroniqueur fameux du *Wall Street Journal*, Alan Murray, qui écrivit que « la tentative loupée de créer un marché libre de l'énergie ne doit être interprétée ni comme un argument contre Enron [la compagnie avait fait faillite six mois plus tôt] ni contre la déréglementation du marché de l'électricité [...]. Les dirigeants d'Enron faisaient exactement ce que leurs actionnaires voulaient qu'ils fassent : acheter à bas prix et revendre plus cher [...]. Les politiciens de Californie qui se lamentent aujourd'hui sont semblables au bonhomme qui abandonne un billet de cent dollars sur le trottoir et crie "au voleur" quand il s'aperçoit qu'il a disparu ». Il ajoutait : « Où se situe exactement la ligne de démarcation entre, d'une part, le *trading* agressif, maximisant le profit, et, d'autre part, la tricherie ? Nul ne le sait. Et si personne ne le sait, il est peu probable que quiconque aille en prison pour avoir dépassé la ligne⁷. » Ce qui est clair, c'est qu'Alan Murray lui-même ignorait où passe la ligne entre l'état de nature où l'homme est un loup pour l'homme et la civilisation qu'instaure le contrat social. Mais la justice américaine ne partageait pas son incertitude : les dirigeants d'Enron se retrouvèrent rapidement inculpés ; et l'argument qu'ils avancèrent dans leurs plaidoyers – que la gestion d'Enron ne se distinguait en rien de celle des autres grandes entreprises américaines –, aussi correct qu'il soit, n'a pas convaincu les jurys populaires de leur innocence.

7. Alan Murray, « Enron in California teaches a lesson about deregulation », *The Wall Street Journal*, 14 mai 2002.

Le cours des actions

LES DIVIDENDES COMME FONDEMENT DE LA VALEUR

Le seul fondement objectif que les théoriciens puissent reconnaître au jeu boursier est la garantie par la firme présente sur le marché qu'elle verse à échéances régulières des dividendes à l'actionnaire. Lorsqu'il acquiert des valeurs d'une société cotée en Bourse, celui-ci se défait provisoirement d'une partie de son capital qu'il met à la disposition de cette entreprise. Il s'agit là pour lui de sa quote-part aux bénéfices futurs de la firme. En échange, il escompte recevoir une part du profit supplémentaire que celle-ci pourra réaliser grâce à son investissement dans ses affaires. La formule est celle, classique, du contrat de *métayage* où, en échange des *avances* qu'il consentait au métayer, le bailleur de fonds, de terre ou d'équipement obtenait une part à laquelle renvoyaient des expressions comme *dîme*, *50/50* ou *au tiers*, recevant dans le premier cas, une part sur dix, dans le deuxième la moitié du profit, et dans le troisième, un tiers. Pour ce qui touche aux actions des entreprises, la part qui revient à l'investisseur est le *coupon* associé à l'action et exprimant la valeur du dividende comme un pourcentage de son cours. Jusqu'au moment où il revend, la rémunération de l'investisseur réside dans les dividendes qui lui sont distribués au fil des années par la société, au prorata du nombre de ses actions.

À supposer que l'actionnaire revende son titre au cours exact où il l'a acquis, la condition à remplir pour que son placement constitue une opération plus avantageuse qu'un investissement à taux fixe (sur

un livret d'épargne, par exemple) est que les dividendes cumulés de l'action soient d'un montant plus élevé que les intérêts qui auraient été perçus à l'occasion d'un placement à taux fixe¹.

En fait, les bénéfices réalisés par les actionnaires sont une combinaison des sommes versées au titre de dividendes et du profit réalisé (dans le meilleur des cas) en revendant l'action pour un prix plus élevé que celui auquel on l'a achetée. On considérait, en 2005, aux États-Unis, que depuis 1926 les dividendes avaient constitué 42 % des gains boursiers et l'appréciation du prix de l'action 58 %, et que le rendement annuel moyen avait été de 4,4 % pour les dividendes et de 6,1 % pour le cours du titre². Le rendement supérieur de l'appréciation de la valeur du titre justifiait la préférence traditionnelle de l'actionnaire pour le gain spéculatif que celle-ci représente, plutôt que pour le versement de dividendes. Il ne s'agissait donc pas là d'un choix irrationnel. De surcroît, le système fiscal américain taxait davantage les dividendes que l'appréciation de la valeur du titre (*capital gains*). La législation sera modifiée en mai 2003, éliminant cette anomalie qui encourageait une évaluation du prix des actions en Bourse fondée uniquement sur la plus-value réalisée entre le moment de l'achat et celui de la revente, c'est-à-dire une évaluation purement spéculative du titre.

LE DÉSINTÉRÊT DES COMPAGNIES POUR LES DIVIDENDES

Jusqu'à l'affaire Enron, les sociétés s'étaient petit à petit désintéressées des dividendes, laissant leur coupon baisser pour celles qui en distribuaient, et négligeant d'en verser pour les compagnies de création plus récente : en 1980, 469 des 500 compagnies (93,8 %) qui constituent l'indice boursier *Standards & Poors 500* versaient des dividendes ; en 2002, le chiffre était tombé à 351 (70,2 %). Une vedette du marché boursier des années 1990, Microsoft, constituait

1. Pour être tout à fait exact, il faudrait préciser que la *valeur actuelle* des dividendes doit être plus élevée que celle des intérêts perçus pour le prêt ; en effet, plus un versement est éloigné dans le temps, moins il a de valeur aujourd'hui (selon le principe du « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras ») et il convient donc que l'échéance des paiements soit prise en compte.

2. Jeff D. Opdyke, « Tax cut, shareholder pressure stoke surge in stock dividends », *The Wall Street Journal*, 18 janvier 2005.

de ce point de vue un cas exemplaire puisque la société dédaignait entièrement le versement de dividendes, considérant – et les faits lui donnaient raison – que la plus-value de l'action réalisée par l'actionnaire entre son cours au moment où il l'achetait et celui au moment où il la revendait constituait pour lui une gratification suffisante.

Parmi les entreprises les plus récentes, le refus de verser des dividendes s'appuyait généralement sur l'affirmation que le réinvestissement dans la firme de ces sommes qui, autrement, seraient distribuées aux actionnaires sous forme de dividendes était un choix plus judicieux. Il s'agissait là en particulier d'un argument de choix pour les *start-ups*. Sentant le vent tourner à la suite de la faillite d'Enron et des remous que celle-ci entraîna, Microsoft annonça son revirement en janvier 2003, et la compagnie se révélait dès lors en pointe dans ce domaine puisqu'elle annonçait par exemple en juillet 2004 le versement d'un dividende exceptionnel de trois dollars par action (en sus d'un doublement des dividendes ordinaires de 32 cents), soit une opération au coût astronomique de 32 milliards de dollars (cette année-là, l'ensemble des autres compagnies américaines verseront 181 milliards de dollars de dividendes à leurs actionnaires).

Tout cela ne signifie pas pour autant que Microsoft négligeait ses actionnaires dans la période qui a précédé son revirement : tirant les conclusions du fait que le cours de l'action des sociétés américaines s'établissait partiellement à un niveau spéculatif, comme un simple « droit de jouer » à la hausse de son prix, Microsoft s'efforçait d'influencer directement l'offre et la demande de ses titres en rachetant des quantités considérables sur le marché boursier. La compagnie n'a pas abandonné cette pratique, puisque, concurremment aux 32 milliards de dollars distribués en juillet 2004, elle envisageait un rachat de ses propres actions étalé sur quatre ans pour un montant de 30 milliards de dollars. En fait, comme on le verra plus loin à propos des *stock options*, cette politique n'est pas nécessairement aussi généreuse qu'il pourrait y paraître : il s'agit souvent pour les firmes d'un simple moyen de rétablir un équilibre qu'elles ont par ailleurs contribué à rompre en distribuant ces options. Cela dit, une politique de rachat de ses propres actions par une société peut avoir encore d'autres significations, tels un manque d'imagination de la part de ses dirigeants quant à son expansion

future ou la méfiance vis-à-vis du contexte économique global. Comme il est apparu aussi en mai 2005, à l'occasion de l'inculpation de Maurice – « Hank » – Greenberg, le tout-puissant patron d'AIG (American International Group), le rachat d'actions par une firme peut également servir d'instrument pour en manipuler le cours : des conversations enregistrées ont révélé qu'il avait enjoint à certains de ses *traders* de racheter jusqu'à un million de titres dans les dix dernières minutes précédant la clôture journalière de la cotation, période interdite aux transactions des entreprises sur leurs propres actions. Greenberg a possédé jusqu'à 65 millions de titres de sa firme, ce qui voulait dire qu'une hausse d'un dollar du cours représentait un gain de 65 millions de dollars pour son portefeuille.

LA RÉMUNÉRATION EN *STOCK OPTIONS*

En l'absence de dividendes ou en raison du caractère devenu mineur de leur rôle, le public s'était vu offrir une autre représentation de ce que serait le fondement objectif du prix de l'action d'une société. Dans cette interprétation de rechange, la valeur de l'action est déterminée par les recettes (*earnings*) de l'entreprise et ses flux de trésorerie en espèces (*cash-flows*), ceux-ci étant censés constituer des substituts valides des dividendes. Le mécanisme exact autorisant cette substitution est le plus souvent laissé dans le flou. Un théoricien réputé, Jeremy Siegel, soutient que « la politique que la direction des entreprises adopte en matière de dividendes importe peu. La raison en est que les dividendes qui ne sont pas versés aujourd'hui sont réinvestis par la firme et seront versés à l'avenir sous la forme de dividendes plus élevés³ ». Même si l'on néglige le fait qu'une part significative des dividendes non versés se sont retrouvés au fil des années dans la poche des dirigeants d'entreprise plutôt qu'ils n'ont été réinvestis – et que les sociétés sont mortelles –, le raisonnement est inattendu de la part d'un professeur de finance enseignant à la prestigieuse Wharton School de l'université de Pennsylvanie, qui ne peut ignorer que certaines sociétés se sont fait précisément un point d'honneur à ne pas

3. Jeremy Siegel, 1998, *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, McGraw-Hill, New York, p. 78.

verser de dividendes. Son raisonnement s'apparente alors à ceux que l'on trouve quelquefois en géométrie, où toutes les difficultés s'évanouissent par un passage à l'infini.

Or les recettes et les flux de trésorerie en espèces des entreprises sont aisément manipulables par leurs conseils de direction. Ceux-ci ont été encouragés à commettre de telles malversations du fait qu'une partie croissante de leur rémunération se faisait sous la forme d'options sur les actions de leur entreprise : les fameuses *stock options*.

Une *stock option* sur une certaine quantité d'actions d'une compagnie offre à son bénéficiaire le droit d'acheter à quelque moment futur qui lui convienne ce nombre d'actions, non pas au cours du jour où il exerce son droit mais au cours du jour où ces options lui ont été attribuées. Si le cours de l'action baisse, le détenteur d'une option s'abstient simplement de l'exercer ; si son cours monte au contraire, il trouvera avantage à le faire. En effet, s'il revend immédiatement le paquet d'actions qu'il a eu le droit d'acquérir, son bénéfice réside dans la différence entre le prix auquel il vient de vendre et celui auquel il avait le droit d'exercer son option⁴.

L'engouement pour les *stock options* avait résulté d'un désir exprimé par les actionnaires de voir les dirigeants des entreprises récompensés au prorata des revenus qu'ils génèrent. Ce vœu avait été encouragé par les théoriciens du milieu des affaires tels que le bureau de consultants McKinsey. Il devint de bon ton pour les P-DG de se contenter d'un salaire relativement modeste à condition de bénéficier par ailleurs, et à titre de compensation pour ce sacrifice, de « méga-paquets » d'options sur les actions de leur compagnie. Ainsi, en 2001, les chefs d'entreprise américains reçurent chacun en moyenne 213 000 options de leur société ; à titre de comparaison, et cela uniquement pour les rares entreprises (c'était le cas de

4. À titre d'illustration : le 15 juin 2006, M. Durand se voit offrir par sa compagnie Tartempion l'option d'acheter 500 actions au cours du jour, soit 23 €. Dans les jours qui suivent, le prix de l'action descend jusqu'à 18 €. Durand observe, sans bouger. Le 26 octobre, le cours de l'action monte à 27 € ; Durand exerce son option et revend aussitôt les titres qu'il a ainsi acquis. En mettant entre parenthèses les commissions consenties à l'agent de change, Durand a réalisé un profit de 2 000 €. En effet il a, dans la même journée où il exerce son option, versé 500 fois 23 € à sa firme, soit 11 500 €, et obtenu 500 fois 27 € (le cours du jour) lors de la revente immédiate, soit 13 500 €. La différence représente bien un bénéfice de 2 000 €. Ou bien, par un calcul plus direct : $(27 \text{ €} - 23 \text{ €}) \times 500 = 2\,000 \text{ €}$.

Microsoft par exemple) qui allouaient des options aux employés du rang (ceux qui ne font pas partie des cinq principaux dirigeants de l'entreprise), ceux-ci reçurent chacun en moyenne 277 options. On comptait en 2004 que 14 millions d'Américains, soit 13 % des salariés du secteur privé, détenaient des *stock options*.

Quand le marché boursier a connu – de 1999 à 2000 – une envolée de l'ensemble de ses valeurs, en raison d'un espoir démesuré quant à l'avenir commercial de l'Internet, la totalité des détenteurs de *stock options*, c'est-à-dire en fait la quasi-totalité des dirigeants d'entreprise, se virent ainsi « récompensés » quelle qu'ait été par ailleurs la performance réelle de leur firme.

Le climat était à l'euphorie générale : si les patrons se remplissaient les poches, les actionnaires étaient eux aussi à la fête. Les mieux lotis furent les détenteurs de *stock options* des *start-ups* qui les exercèrent au lendemain de l'introduction en Bourse de leur compagnie et purent ainsi s'offrir une retraite anticipée. Peu nombreux cependant ont été ceux qui, parmi les actionnaires, sont parvenus à se dégager à temps lorsque les cours se sont effondrés. Le climat s'était soudain assombri et la foule des mécontents réclama des comptes, en particulier aux patrons dont les entreprises n'avaient connu que des résultats médiocres mais qui s'étaient néanmoins enrichis, portés qu'ils avaient été par la vague. Les autorités de tutelle se sentirent obligées d'intervenir. *A posteriori*, il a semblé anormal que les entreprises puissent accorder autant de *stock options* qu'il leur paraissait bon sans qu'il ne leur en coûte rien. La source du problème, ont affirmé les organes de tutelle, avec le soutien d'Alan Greenspan, l'ex-gouverneur de la Réserve fédérale, c'était que les entreprises ne comptabilisaient pas les options dispensées à leurs dirigeants (et quelquefois à une partie importante de leur personnel). Il s'agissait sans doute d'un cadeau – et c'est bien ainsi que le percevaient les récipiendaires –, mais à propos duquel les entreprises se comportaient comme s'il ne leur en coûtait rien. Ce qui était, comme on va le voir, à la fois vrai et faux.

La question a deux dimensions. Tout d'abord il est vrai que, du point de vue du récipiendaire il s'agit d'un cadeau : si celui-ci ne se concrétise pas immédiatement, il n'est pas exclu pour autant que ce puisse être le cas à l'avenir. Du point de vue de son bénéficiaire, l'option, c'est la probabilité de réaliser tel ou tel

jour tel bénéfice (la différence entre le cours au jour où il exerce l'option et le prix d'exercice qui lui a été accordé le jour où les options lui ont été attribuées). Or il existe de nombreux scénarios possibles, associé chacun à un certain bénéfice et ayant chacun une certaine probabilité de se produire. La valeur de l'option, c'est donc la somme de la valeur (présente) et d'un bénéfice futur, chacun de ceux-ci multiplié par la probabilité effective qu'il a de se concrétiser. Et c'est la manière dont le Financial Accounting Standards Board (FASB), l'organisme de supervision en matière comptable, recommanda aux entreprises de comptabiliser désormais la dépense que constitue pour elles l'octroi d'options sur leurs actions.

La décision du FASB paraissait logique, à ceci près – et c'est ici qu'intervient la seconde dimension – qu'il est vrai que les options ne coûtent rien à la société qui les accorde. Elles lui coûteraient le prix exact que les autorités de tutelle ont décidé de leur faire comptabiliser s'il lui fallait, le jour où le bénéficiaire d'options les exerce, les acquérir sur le marché boursier au prix coûtant pour les lui transmettre. Or ce n'est pas ainsi que les choses se passent. Le droit d'émettre de nouvelles actions appartient à l'entreprise comme un droit régalien et c'est bien de cette manière qu'elle l'exerce à cette occasion : il s'agit pour elle d'une simple opération sur le papier qui ne lui cause pour seuls frais que l'enregistrement de l'opération.

Mais ces nouvelles actions augmentent bien entendu le nombre de celles qui sont en circulation, diluant d'autant la valeur de celles qui se trouvent déjà sur le marché. La chose ne serait pas passée inaperçue si les entreprises avaient continué de prendre les dividendes au sérieux : il serait alors apparu clairement que, puisque la taille du gâteau ne change pas, l'augmentation du nombre des parts signifie seulement que chacun des mangeurs n'aura droit qu'à une portion plus réduite. Telle quelle, la formule des *stock options* lésait donc directement les actionnaires. La solution ne résidait pas dans la comptabilisation de la dépense toute théorique encourue par la firme quand elle dispense des *stock options*, elle aurait consisté dans l'obligation pour les entreprises d'acheter sur le marché boursier, comme tout un chacun, les actions sur lesquelles porte l'exercice des options concédées par elles à certains de leurs employés.

Or cette obligation n'existe pas. Certaines compagnies, c'est le cas de Microsoft évoqué plus haut, avaient à cœur de racheter en Bourse un nombre d'actions égal à celui des actions émises à l'occasion de l'exercice de leurs options par les bénéficiaires au sein de la firme, mais il s'agissait là d'une simple manifestation de leur bon vouloir qui n'engageait aucunement l'ensemble des compagnies, qui se montraient particulièrement généreuses dans l'allocation d'options. Prise de conscience tardive, en décembre 2004, le Financial Accounting Standards Board annonçait que, en sus de la comptabilisation des *stock options*, les sociétés déclaraient désormais si elles ont ou non une politique de rachat de leurs propres actions en Bourse lorsque leurs employés exercent leurs options et, le cas échéant, quel est le nombre d'actions qu'elles envisagent de racheter au cours de l'année à venir.

La réaction à l'obligation de comptabiliser désormais les *stock options* ne se fit pas attendre : certaines entreprises plafonnèrent aussitôt le prix d'exercice, mesure qui réduisit considérablement la valeur de l'option puisque, comme l'on sait, il n'existe pas de prix maximum pour un titre boursier ; d'autres se tournèrent vers des options « synthétiques », un système de primes propre à la compagnie, indexé sur le cours du titre. En fait, l'introduction de la mesure de comptabilisation s'est révélée trop tardive puisque, dans le contexte des années qui suivirent la débâcle d'Enron, les marchés boursiers ne parvenaient plus à décoller significativement. Ce qui força un certain nombre d'entreprises parmi les principales des États-Unis, comme Microsoft, Home Depot, Monster – l'un des principaux sites Internet d'offres d'emploi –, à recourir au subterfuge consistant à antidater l'attribution de *stock options* pour faire coïncider cette date avec celle d'un minimum dans le prix de l'action. La manœuvre fut découverte par un chercheur qui alerta la Securities & Exchange Commission (SEC), l'organisme de tutelle de la Bourse⁵.

Dans l'ensemble, cependant, les anciens bénéficiaires des *stock options* s'en désintéressèrent. Entre 2001 et 2003, leur nombre avait diminué de plus de la moitié : de 41 % pour les P-DG et de 53 % pour les employés exclus du cercle restreint des cinq principaux dirigeants de l'entreprise. L'intérêt pour les récompenses, lui,

5. Steve Stecklow, « Options study becomes required reading », *The Wall Street Journal*, 30 mai 2006.

n'avait pas diminué pour autant et les avantages ainsi perdus par les P-DG furent compensés par des dons directs de paquets d'actions, en hausse eux de 69 % sur la même période⁶.

LA CROYANCE AU « MARCHÉ EFFICACE »

Avant décembre 2001, date de l'effondrement de la compagnie Enron, le mécanisme du fonctionnement réel du marché boursier était encore mal connu du public. Il apparut toutefois en pleine lumière à la suite de celui-ci, lorsque les experts disséquèrent à l'intention de la presse l'ensemble des subterfuges utilisés par les conseils d'administration dans la manipulation du cours des actions. Ce qui fut alors révélé mit à mal l'opinion initialement exprimée par la presse au moment de la chute d'Enron, à savoir que le dommage était contenu et que, dans les termes de l'expression qui fit alors florès, il ne s'agissait avec la compagnie texane que d'« une pomme pourrie isolée au milieu du panier », les dégâts s'avérant au contraire être d'envergure.

Selon les autorités financières, la réalité des abus constatés par le public, si elle refroidissait temporairement son ardeur à investir en Bourse, n'entamait en fait en rien sa foi dans la validité de la formation du prix des titres sur le marché. Selon elles, les fraudes s'étaient contentées d'altérer les cours, mais une fois celles-ci réprimées, les choses rentreraient dans l'ordre. Autrement dit, la croyance demeurerait pleine et entière dans l'objectivité du niveau auquel le cours d'une action s'établit.

Cette objectivité de la formation du prix des actions découlerait de la conjugaison de trois principes dont l'existence aurait été prouvée. Le premier serait que l'acteur présent sur les marchés boursiers, où il alterne les rôles d'acheteur et de vendeur, est *rationnel*, à savoir qu'il comprend les mécanismes de formation du prix et agit selon son intérêt bien compris. Le deuxième principe serait que le marché est *parfait*, c'est-à-dire transparent, autrement dit que le marché boursier dans son ensemble, sous la forme de la totalité des acteurs présents, possède une connaissance parfaite de l'information

6. Ruth Simon, « Stock-option awards sharply cut. Value fell 41 % for CEOs, 53% for lower-level staff from 2001 to 2003 », *The Wall Street Journal*, 14 décembre 2004.

relative aux sociétés cotées ; cette information évolue sans doute, mais elle est disponible à tous et le marché, en tant qu'agent collectif, en dispose. Enfin, troisième principe, résultant de la combinaison des deux premiers, conséquence de la rationalité des acteurs et de la *perfection*, de la transparence des marchés, le cours en Bourse des actions d'une société va se fixer automatiquement au niveau où il reflète la valeur objective de cette entreprise, faisant ainsi la preuve de l'*efficacité du marché*.

LES RÉSULTATS FINANCIERS TRIMESTRIELS DES ENTREPRISES

Selon la théorie du marché *efficace*, le cours de l'action étant nécessairement correct dans le contexte de l'information disponible, seules des « surprises » peuvent modifier le cours de celle-ci. Celles-ci peuvent résulter de transactions spécifiques de la compagnie comme l'achat par elle d'une autre société ou sa fusion avec elle. Le plus souvent cependant l'information nouvelle résidera dans les résultats financiers publiés trimestriellement. Dans la période euphorique de la seconde moitié des années 1990 qui précéda immédiatement la chute d'Enron, les dirigeants des entreprises se révélèrent maîtres dans l'art de distiller de telles surprises et le cours des actions s'établissait du coup à un niveau façonné à l'aide d'une suite régulière, de trimestre en trimestre, de bonnes nouvelles manufacturées par eux, créant la surprise par rapport aux résultats attendus – chiffres dont ils avaient bien entendu été la source initiale.

La valeur sur laquelle l'attention se concentre est le bénéfice (ou « recettes ») par action (*earnings per share*). J'ai mentionné précédemment le principe général qui veut que la valeur totale des actions d'une société soit comparée à ses recettes annuelles et qu'un coefficient de valeur entre douze et quinze soit considéré comme normal. Les analystes financiers se penchent sur les comptes passés des entreprises, leur rendent visite et rencontrent leur personnel tout comme leurs dirigeants, participent à des forums organisés par les cadres supérieurs, etc., et se forment ainsi une opinion sur ce que seront les chiffres proclamés quatre fois par an pour le trimestre écoulé. Celui auquel le plus d'attention est consacré est, comme je l'ai dit, le bénéfice par action. Les analystes rendent publics leurs

pronostics, contribuant ainsi à la *transparence* du marché. Les conseils d'administration concentrent eux leurs efforts sur deux aspects du chiffre : *primo*, maintenir sa variation dans une bande étroite, les fluctuations trop larges de trimestre en trimestre ayant pour effet de faire grimper l'anxiété des investisseurs ; *secundo*, produire le jour dit un chiffre meilleur que celui ayant émergé du consensus des analystes, ce qui a pour conséquence immédiate une réévaluation positive de la valeur de l'entreprise (l'information qui la concerne venant d'être mise à jour) qui se voit reflétée dans une hausse du cours de l'action.

La manipulation des comptes

J'ai déjà listé les techniques les plus communes de telles manipulations : la comptabilité « créatrice », la gestion habile *a posteriori* de réserves financières volontairement exagérées ou de fonds réservés, la « cote au marché » (*mark-to-market*) de flux de liquidités à long terme, les emprunts bancaires grimés en transactions commerciales ordinaires, les prêts consentis à des compagnies d'assurance déguisés en contrats d'assurance... Mais j'entre ici quelque peu dans le détail du fait que ce que j'ai à dire a des implications pour la suite. J'ai choisi aussi avec soin les firmes présentées dans mes illustrations.

LA COMPTABILITÉ « CRÉATRICE »

Les principes comptables « généralement admis »

Il existe aux États-Unis une norme intitulée GAAP, ou *Generally Accepted Accounting Principles*, c'est-à-dire « principes généralement admis en matière comptable », ainsi qu'un organisme, déjà évoqué, en charge de les faire respecter : le Financial Accounting Standards Board (FASB), le Conseil des normes en matière de comptabilité financière. Cela dit, il est admis par tous que la comptabilité n'est pas une science exacte. Une entreprise peut s'écarter de ces principes à condition d'avoir une raison légitime de le faire. Ou, en l'absence de raison légitime, si elle estime qu'elle peut passer muscade en raison du rapport de force qui existe entre elle et les

organismes de supervision de la branche spécifique de l'industrie financière à laquelle elle appartient. Ainsi, en 1999, IBM décida d'ignorer les instructions de son autorité de tutelle, la Securities & Exchange Commission (SEC) et classa certains gains et pertes comme ordinaires plutôt qu'exceptionnels. Elle ne fut pas inquiétée. En 2003, Fannie Mae (le surnom de la FNMA ou Federal National Mortgage Association), l'une des grandes entreprises du marché secondaire du prêt au logement, imagina qu'il en serait de même pour elle. L'un de ses directeurs, Karen Hastie Williams, déclarait à la presse que « ces questions sont des questions de jugement », et qu'il était normal que les dirigeants de la compagnie aient à leur propos « des perspectives divergentes [...] ». Ce sont des questions d'interprétation ». Mais le rapport de force n'était pas cette fois en faveur de la société : son P-DG était un ancien de l'administration Clinton et elle dut déchanter¹. J'y reviendrai.

Il existe donc une certaine ambiguïté, et par conséquent un certain flottement, quant à la manière dont certaines opérations financières entrent dans les livres comptables. Il est par exemple possible d'hésiter pour certains comptes – s'agit-il d'un actif ou d'un passif ? –, et la décision pourra affecter considérablement les recettes apparentes. Les ambiguïtés peuvent obliger les entreprises à des corrections ultérieures. Ainsi, Freddie Mac (le surnom de la FHLMC ou Federal Home Loan Mortgage Corporation), l'autre grande entreprise du marché secondaire du prêt au logement avec Fannie Mae, a été réprimandée en 2002 pour avoir reclassé certains actifs comme « disponibles à la vente ».

Ces catégorisations ne sont pas innocentes puisqu'elles déterminent, par exemple, si un poste comptable doit être considéré comme une perte ou un gain immédiats ou bien si ce gain ou cette perte peuvent être étalés sur un certain nombre d'années. On imagine aisément, dans ces conditions, la « créativité » dont les firmes ont l'occasion de faire preuve. Les produits financiers *dérivés* en particulier offrent une certaine latitude. Celle-ci a été exploitée par Freddie Mac et Fannie Mae : la première fut prise la main dans le sac en mars 2003, la seconde en septembre 2004. La finance moderne

1. John D. McKinnon et James R. Hagerty, « How accounting issue crept up on Fannie's pugnacious chief amid multiple investigations, SEC's staff ruling puts Raines, board on the spot "I hold myself accountable" », *The Wall Street Journal*, 17 décembre 2004.

repose sur ces produits et la crise du capitalisme américain s'articule autour du fonctionnement de l'un d'eux, la *mortgage-backed security*, le « titre adossé à un prêt hypothécaire » ; leur mécanisme mérite donc d'être expliqué méthodiquement.

Les produits financiers dérivés

L'appellation de « produit financier dérivé » ou « dérivé » est d'emblée quelque peu ambiguë du fait que la familiarité avec l'instrument peut conduire à le considérer comme « de base » (les Anglo-Saxons disent souvent *plain vanilla*) ou comme « dérivé ». Une vente, un prêt, une opération de change sont des opérations financières de base ; au contraire, une vente à terme, la revente d'un prêt à un tiers, une option sur une opération de change sont des opérations dérivées. La transaction « classique » sur laquelle le produit dérivé est bâti est appelée son « sous-jacent » (*underlying*). Un critère assez simple pour distinguer « classique » et « dérivé » tient au fait que, dans un produit dérivé, le montant de l'opération est en général « notionnel », ce qui signifie qu'il est utilisé dans les calculs relatifs au contrat mais sans que ce montant représente réellement une perte ou un gain potentiels.

Je m'explique sur un exemple : dans le « *swap* de taux d'intérêt » (*swap* : échange, troc), deux parties échangent des prêts de montant équivalent, disons un million de dollars. L'opération s'annule évidemment et serait sans aucun attrait si les parties ne s'étaient mises d'accord pour se rémunérer différemment sur l'opération : l'une versera à l'autre des intérêts à taux fixe – c'est l'*emprunteur* du *swap* – et l'autre des intérêts à taux variable ou « flottant », c'est le *prêteur* du *swap*. Il existe en effet à tout moment pour un prêt d'une « maturité » déterminée, c'est-à-dire d'une durée déterminée, un taux de marché. Le marché financier américain détermine par exemple le 26 mai 2005 que le taux d'un prêt à dix ans est de 4,07 %. Comment ce taux s'établit-il ? On évoque traditionnellement à ce propos « l'offre et la demande » ; il s'agit plutôt d'un niveau déterminé par le rapport de force qui existait ce jour-là entre les intervenants disposés à prêter et ceux qui sont disposés à emprunter. Les volumes en présence jouent sans doute, mais aussi le simple nombre respectif de vendeurs et d'acheteurs, et leur personnalité : qui ils sont, etc.

Le jour où le swap de taux d'intérêt est conclu, il n'y a bien sûr ni partie gagnante ni partie perdante : le taux fixe que versera l'*emprunteur* du swap est fixé au taux flottant du jour où le contrat prend effet. À échéance régulière, les parties du swap s'acquitteront de leurs obligations contractuelles. Disons que le contrat a été passé le 26 mai 2005 pour un montant d'un million de dollars à dix ans. À la première échéance, fixée par exemple à un an, on constate que le taux de marché à dix ans est de 4,23 %. L'emprunteur doit verser au prêteur 4,07 % d'un million de dollars et le prêteur 4,23 % de la même somme à l'emprunteur, soit respectivement 40 700 dollars et 42 300 dollars. Dans la pratique, on soldera évidemment les deux opérations et le prêteur versera à l'emprunteur la différence des deux sommes, soit 1 600 dollars. On est donc loin du million de dollars mentionné dans le contrat comme étant son montant : les prêts sont échangés et leur montant s'annule, seuls comptent les versements effectifs en liquidités qui portent seulement sur quelques milliers de dollars. Le montant d'un million de dollars servant de base au calcul des flux d'intérêts n'intervient que virtuellement dans la transaction : il est « notionnel ».

Les marchés financiers secondaires

Venons-en maintenant à Fannie Mae et Freddie Mac. Ces entreprises sont les principaux acteurs du marché secondaire des prêts au logement aux États-Unis. À elles deux, elles possèdent ou garantissent les paiements de près de la moitié des 8 000 milliards de dollars en prêts au logement actifs au début de 2005. Un marché secondaire est un marché de revente et de rachat. Si j'achète au supermarché un tube de dentifrice, je me situe sur un marché primaire. Si j'achète des milliers de tubes à un fabricant pour les revendre à des supermarchés, je me situe sur un marché secondaire. Les grossistes, les intermédiaires interviennent sur les marchés secondaires, mais il suffit qu'il y ait rachat ou revente pour qu'un tel marché se matérialise. Lorsque j'ai relaté précédemment quelques affaires récentes qui ébranlèrent la Bourse, j'ai évoqué les « offres initiales d'achat » des entreprises qui décident de faire désormais appel au public pour se financer. La souscription que constitue l'appel d'offre correspond à un marché *primaire* des actions. Leur introduction en Bourse correspond, elle, à des reventes successives

donnant lieu chaque fois à une réévaluation et qui constituent donc un marché *secondaire*.

Transactions avec prime, ristourne ou « à parité »

Un courtier consent à un candidat au logement un prêt à vingt ans de 100 000 dollars au taux de 8 %. Ce courtier ne dispose pas d'un volant financier suffisant pour immobiliser une telle somme sur vingt ans ; il va alors se tourner vers le marché secondaire du prêt au logement où il s'efforcera de revendre ce contrat à un tiers. Fannie Mae et Freddie Mac sont présents sur ce marché. Ils imposent leurs conditions quant aux contrats qu'ils sont disposés à racheter : un montant maximal du prêt (417 000 dollars en 2006), un profil particulier d'emprunteur, un rapport maximum entre le montant du prêt et la valeur du logement acquis, etc. (je reviendrai ultérieurement sur ces questions). À quel prix Fannie Mae ou Freddie Mac sont-ils disposés à racheter ce prêt ? On serait tenté de dire pour 100 000 dollars, mais ce n'est pas si simple. Ce n'est pas si simple parce que, comme on l'a vu, le marché détermine un juste taux pour les prêts à vingt ans, « juste » au sens d'exprimant le consensus actuel et provisoire entre candidats au prêt et candidats à l'emprunt. Les 8 % correspondent-ils au taux de marché ?

Je n'entrerai pas dans le détail des calculs, j'envisagerai simplement trois cas de figure : le taux du marché ce jour-là pour les prêts à vingt ans est de 8 %, de 7 % ou de 9 %. Premier cas de figure, le taux de marché est de 8 %, alors oui, pourquoi pas, un prêt à 8 % est dans les normes et celui qui rachète le prêt paiera 100 000 dollars comme un prix raisonnable (je mets entre parenthèses les commissions et autres frais qui interviendront) ; le prix se situe au montant nominal du prêt de 100 000 dollars et la transaction est dite « à parité ». Deuxième cas de figure, cette fois le taux de marché pour un prêt à vingt ans est de 7 %, or le prêt rapporte 8 %. Cela signifie que, chaque année, l'acheteur potentiel recevra des intérêts à hauteur de 8 %, alors que les conditions actuelles du marché ne lui garantissent que 7 %. Il s'agit donc pour lui d'une affaire et il sera disposé à payer davantage que les 100 000 dollars nominaux. La somme en sus des 100 000 dollars est appelée la « prime ». (Le calcul exact de celle-ci exige une connaissance des taux d'intérêt pour les périodes intermédiaires entre aujourd'hui et vingt ans plus tard, j'en passe

les détails au lecteur.) À l'inverse, si le taux du marché était cette fois de 9 %, les 8 % du prêt constitueraient une mauvaise affaire et le vendeur devrait être disposé à consentir une « ristourne » ou « décompte » sur la transaction ; en ce cas, l'acheteur paiera moins de 100 000 dollars et la différence entre cette somme et le prix effectivement payé constituera la ristourne.

Or Fannie Mae et Freddie Mac possèdent des portefeuilles de prêts au logement dont la valeur, on l'a vu, se chiffre en milliers de milliards de dollars. Pour la plupart, ces prêts sont à taux fixe, et s'ils devaient être revendus sur le marché secondaire du jour au lendemain, et en fonction des taux de marché du jour, certains donneraient lieu à prime, d'autres à ristourne. Il s'agit là d'un risque financier considérable que ces compagnies doivent gérer et dont elles doivent rendre compte dans la publication de leurs résultats financiers. C'est là qu'elles ont manqué de sincérité dans les années qui ont précédé la chute d'Enron et c'est pourquoi elles se sont fait taper sur les doigts de méchante manière dans la période qui a suivi.

Opérations de « couverture »

Le risque qui vient d'être mentionné a pour nom « risque de taux d'intérêt ». Il existe d'autres risques financiers de la même famille, comme le risque de change, dû lui aux fluctuations des taux de change entre devises. Il existe un moyen très simple pour une compagnie de se prémunir contre ce genre de risque : il suffit qu'elle se positionne sur les marchés financiers dans le sens opposé à celui de son risque. Si vous perdez de l'argent quand le prix de l'essence est à la hausse, achetez par ailleurs des actions d'une compagnie qui fabrique des véhicules électriques. Ce type d'opération a pour nom « couverture » (*hedging* en anglais) : on se « couvre » par rapport à son risque.

Des compagnies comme Fannie Mae ou Freddie Mac courent un risque de taux considérable du fait qu'elles possèdent des portefeuilles énormes de prêts à taux fixe. Si les taux de marché grimpent, la valeur de leur portefeuille baisse, il leur faut alors se couvrir en achetant des produits financiers dont le risque qu'ils font courir à leur détenteur est inverse, dont le prix augmente quand les taux d'intérêt sont à la hausse. Par exemple, sur le marché de

futures, où l'on traite de contrats à terme, c'est-à-dire qui ne se concrétisent qu'à une échéance future. Sur ce marché, l'intervenant peut se placer en position d'acheteur (se placer « long ») d'instruments financiers de taux, comme des obligations, et l'on se retrouve alors dans la même situation que Fannie Mae et Freddie Mac, à savoir exposé à des pertes si les taux d'intérêt montent. Mais on peut aussi, inversement, se placer en tant que vendeur (se placer « court ») de ces instruments et l'on gagne alors lorsque les taux montent.

Cette deuxième opération est un peu plus difficile à saisir intuitivement mais voici comment il faut se la représenter. J'ignore cette fois les marchés à terme et j'envisage une simple « vente à découvert » selon l'expression consacrée. J'emprunte pour une durée déterminée une obligation à quelqu'un qui en détient une et je la revends aussitôt sur le marché financier au prix du jour. Dans la semaine qui suit, le taux de marché correspondant à la maturité de cette obligation monte, et du coup sa valeur à elle baisse. Le moment est venu pour moi d'en acheter une, ce que je fais, avant de la retourner alors à mon prêteur. Le bilan des deux transactions est que j'aurai payé moins cher celle que j'ai achetée que celle que j'avais vendue, mon bénéfice résidant dans la différence des deux prix. C'est là le principe de la « vente à découvert », à laquelle on peut aussi bien s'adonner en Bourse en vendant des actions empruntées avant d'en racheter pour s'acquitter de sa dette vis-à-vis du prêteur.

Le swap de taux d'intérêt dont j'ai parlé plus haut comme une illustration convaincante de ce qu'est un produit dérivé constitue un excellent produit de couverture pour des compagnies telles que Fannie Mae ou Freddie Mac. Pensez : leurs emprunteurs – les consommateurs ayant contracté des prêts hypothécaires que ces *government sponsored entities* ont rachetés sur le marché secondaire – leur versent des intérêts à taux fixe ; toutefois, pour pouvoir avancer de nouveaux fonds à de nouveaux emprunteurs, elles doivent s'adresser aux marchés, qui leur feront payer... le prix du marché, c'est-à-dire le taux flottant du jour. Il leur est alors tout à fait avantageux de se placer comme emprunteur dans un swap de taux d'intérêt : elles verseront des intérêts au taux fixe, constituant un simple transfert des paiements qui leur sont versés, et recevront des intérêts au taux flottant, qui se trouve être celui qu'elles doivent

acquitter elles-mêmes pour se réapprovisionner en capital sur les marchés financiers.

Position « nue » et position « de couverture »

Le cadre est posé maintenant qui permet de comprendre les subterfuges auxquels Fannie Mae et Freddie Mac ont eu recours. Premier cas de figure : je dispose d'un portefeuille de prêts au logement dont la valeur est d'un milliard de dollars. J'emprunte un swap de taux d'intérêt par un contrat dont le « notionnel » est du même montant : un milliard de dollars. Comme on vient de le voir, je réduis ainsi le risque auquel je suis exposé du fait des fluctuations des taux d'intérêt. Cette opération de couverture révèle ma prudence. Il est logique que, dans mes résultats comptables, je ne mentionne que le solde des deux opérations combinées, soit les gains que j'ai encaissés, soit les pertes que j'ai encourues, une fois le bilan établi des deux opérations en sens inverse.

Deuxième cas de figure : la même position emprunteuse sur un swap de taux d'intérêt. Seule différence, je ne suis ni Fannie Mae ni Freddie Mac. Il ne s'agit pas d'une activité de couverture mais de ce qu'on appelle une position « nue » : je ne me protège d'aucun risque auquel je serais exposé par ailleurs, je fais au contraire ici un pari spéculatif pur et simple, je suis convaincu que les taux variables sont à la hausse et que le différentiel lors des échanges de flux d'intérêts sera en ma faveur, moi payeur du taux fixe.

Les autorités en matière comptable ne s'y sont pas trompées : elles ont considéré que le bilan des positions en produits dérivés en vue de se couvrir peut être étalé dans le temps alors que le bilan de celles à but spéculatif doit être immédiatement signalé.

Troisième cas de figure : supposons que je sois du genre super prudent et que je fixe le montant notionnel de mon swap emprunteur au double du montant de mon portefeuille exposé à un risque de taux ; puis-je comptabiliser le swap tout entier comme une activité de couverture ? Il ne s'agit après tout que d'un excès de précaution ! Bien entendu non, la somme en excès révèle une activité spéculative de ma part et doit être déclarée comme telle. Nous voici maintenant au cœur du problème.

En décembre 2004, Fannie Mae a été jugée coupable par son autorité de tutelle, la SEC mentionnée plus haut, d'avoir compta-

bilisé comme activités de couverture des opérations portant sur des produits dérivés sans avoir accompli les formalités qui auraient autorisé ce traitement comptable. La compagnie avait étalé dans le temps des pertes qui auraient dû être comptabilisées immédiatement. Elle fut obligée du coup de déclarer le trimestre suivant des pertes sur instruments dérivés d'un montant de 9 milliards de dollars, somme à comparer aux 5,43 milliards de dollars de recettes réalisés sur les neuf premiers mois de la même année 2004 et aux 7,9 milliards de dollars réalisés en 2003².

Le *Wall Street Journal* a rapporté l'échange dramatique qui avait eu lieu entre Franklin Raines, le P-DG de Fannie Mae, et Donald Nicolaisen, le chef comptable de la Securities & Exchange Commission. Alors que Raines remettait en question le bien-fondé de la norme comptable FAS 133 s'appliquant aux dérivés, Nicolaisen lui avait répondu : « De nombreuses compagnies se montrent capables de respecter la règle, et le font. Monsieur, la comptabilité de couverture est un privilège et non un droit. Elle est d'application dans des circonstances bien particulières, que vous n'avez pas respectées. » Le journal ajoutait : « Les participants affirment que M. Raines était en état de choc. Il demanda alors de combien les livres comptables de Fannie Mae s'écartaient de la norme FAS 133. Selon l'une des personnes présentes, la réponse de M. Nicolaisen fut de saisir une feuille de papier et, s'adressant à M. Raines, il lui dit d'imaginer que les coins de la feuille représentent les principes de la règle : "Vous n'étiez pas sur la même page³." »

LA GESTION DES RÉSERVES

Toute société est requise d'avoir des réserves financières lui permettant de faire face à ses obligations futures, ou à un coup dur imprévu. Une infraction classique consiste pour une firme à

2. James R. Hagerty, Jonathan Weil et Dawn Kopecki, « Fannie is directed to restate results after SEC review. Agency says mortgage giant violated accounting rules ; executive changes likely », *The Wall Street Journal*, 16 décembre 2004.

3. James R. Hagerty, John R. Wilke, John D. McKinnon et Joann S. Lublin, « After Fannie shake-up, regulators focus on pay mortgage firm's shares rise as Raines and Howard exit, ending week of wrangling », *The Wall Street Journal*, 23 décembre 2004.

avoir des réserves insuffisantes. Or ce que l'on a vu apparaître plus récemment, lorsque les analystes financiers ont fixé leur attention sur un chiffre unique, celui du bénéfice trimestriel par action (*earnings per share*), ce sont au contraire des réserves artificiellement gonflées que les compagnies utilisaient comme des tirelires dans lesquelles elles puisaient ou qu'elles renflouaient selon les nécessités du moment, en ayant toujours le même objectif de produire à chaque bilan trimestriel des recettes légèrement supérieures aux chiffres attendus.

Les fonds de pension, dont les actifs sont en général des placements à long terme, autorisent eux aussi des « réévaluations » qui permettent à point nommé d'arrondir les angles d'un bilan comptable.

Freddie Mac, Xerox, Microsoft furent parmi les compagnies les plus connues qui durent payer des amendes infligées par la Securities & Exchange Commission pour avoir recouru à cette manœuvre dite du *cookie jar* (« bocal à gâteaux secs ») visant à assurer des revenus artificiellement lissés.

LA « COTE AU MARCHÉ »

La démarche traditionnelle en matière comptable pour l'évaluation d'un bien consiste à lui assigner un coût initial, puis à recalculer cette valeur au fil des années en tenant compte d'une certaine dépréciation de l'avoir. Cette approche simple de la valeur comptable se révéla de moins en moins adéquate quand il s'agissait d'estimer la valeur de biens sans assise tangible tels que des droits intellectuels ou des services à fournir. On s'est alors tourné vers un type d'évaluation qui semblait plus réaliste : combien en coûterait-il aujourd'hui au prix du marché ? Par exemple, pour un équipement, quel serait son prix de remplacement actuel, s'il fallait le racheter ? Ou, pour des produits financiers, quel serait leur rapport « à la casse » s'il fallait les vendre en catastrophe ?

On a appelé *mark-to-market*, « marquer au prix du marché », la « cote au marché », cette approche qui paraissait raisonnable et qui a été adoptée dans un grand nombre de cas. La norme FAS 133 dont il vient d'être question recommande d'évaluer les produits financiers dérivés selon leur cote au marché.

Les difficultés qu'une telle approche soulève sont cependant nombreuses. L'une d'entre elles est due à la liquidité de l'avoir : la capacité ou la difficulté à le revendre. Il va sans dire que, pour qu'il existe une cote au marché, il convient d'abord qu'il existe un marché digne de ce nom. Or le produit peut être neuf ou inhabituel. Il se peut aussi que la transaction la plus récente portant sur un bien de ce genre soit ancienne, qu'elle date de plusieurs années par exemple. Sa quantité peut poser problème : elle peut représenter une part trop importante du marché pour que sa cotation soit sans équivoque. Si je veux revendre à l'instant 100 actions de la compagnie Chevron, il me sera sans doute possible de le faire à un prix très proche de la cote actuellement affichée. Mais si j'entends revendre dans les minutes qui viennent un million de ces titres, la quantité même de mon ordre fera obstacle au maintien du cours : j'arriverai sans doute à revendre les premiers milliers d'actions au voisinage de la cote, mais le marché aura du mal à absorber la totalité des actions sans qu'elles subissent une baisse de prix.

Une autre difficulté est due à la volatilité des prix, cette notion renvoyant au degré de sa variation. Les marchés financiers ont toujours une dimension spéculative dont l'une des implications est que les intervenants cherchent activement leur avantage : les vendeurs poussent à la hausse du prix et les acheteurs à sa baisse. Du coup, les cours évoluent rapidement. Prenons un exemple réel, emprunté à l'histoire de la compagnie Enron : en février 2001, la société pharmaceutique Eli Lilly & Co. conclut avec Enron un contrat selon lequel celle-ci veillera à tous ses besoins en produits pétroliers pour les quinze années à venir. Le contrat est alors évalué à 1,3 milliards de dollars. Les années récentes ont connu des variations rapides et considérables du prix du baril de pétrole brut, et un contrat comme celui-ci aurait donné lieu à des réévaluations dramatiques au jour le jour à partir de 2004. Or, à l'échéance où il s'agit de produire un bilan comptable, au dernier jour du trimestre par exemple, il faut bien présenter un chiffre, même si l'on sait pertinemment que ce chiffre sera obsolète le jour suivant.

Jeffrey Skilling, qui fut P-DG d'Enron avant qu'aux derniers mois d'existence de la firme, son premier président, Kenneth Lay, ne reprenne les rênes de la compagnie, est très loin d'être un imbécile. En 2000, à l'occasion d'un séminaire, la question suivante lui fut posée : « Pouvez-vous répondre à un article du *Wall Street*

Journal qui avance qu'au deuxième trimestre nous avons déclaré un revenu *coté au marché* plus élevé que nos recettes et que, s'il n'y avait eu cette *cote au marché*, nous aurions dû déclarer un déficit au deuxième trimestre ? Est-ce exact ? » Il répondit la chose suivante : « En fait, oui. Mais c'est un petit peu comme de dire que si la General Motors n'avait pas vendu de voitures le trimestre dernier, ils auraient perdu de l'argent. L'analogie est bonne : c'est exactement la même chose. L'argument ne porte donc pas. Nous cotons nos positions au marché (*mark-to-market*). Et ce que cela veut dire, c'est qu'en fin de journée nous déterminons la valeur de la totalité de nos achats et de la totalité de nos ventes et nous calculons la différence, et cela représente les sommes que nous avons réalisées ce jour-là. Nous faisons cela non seulement tous les jours mais aussi tous les trimestres et chaque année, et c'est de cette manière-là que nous établissons nos revenus. Donc chaque fois que nous vendons du gaz naturel, par exemple, il y a un contrat qui accompagne la vente et qui précise quand il se termine. Mais c'est au moment où le contrat est conclu, où il est signé, c'est à cet instant-là que nous reconnaissons le revenu, et c'est là la manière correcte de comptabiliser des opérations comme les nôtres. »

LES EMPRUNTS GRIMÉS EN VENTES

Je vous vends pour 1 000 euros un trucmuche à roulettes garé dans un hangar en Mongolie extérieure. Un an plus tard, il n'a pas beaucoup servi et se trouve toujours au même endroit et je vous le rachète pour 1 070 euros. Cela ressemble fort à un prêt que vous m'auriez consenti pour un an au taux de 7 %. À cette différence près que, d'un point de vue comptable, il ne s'agit pas d'un prêt mais de deux ventes.

Remplacez maintenant « trucmuche à roulettes » par « péniche équipée d'un générateur d'électricité » et « Mongolie extérieure » par « Nigeria », et vous obtiendrez un contrat passé en 1999 entre Enron et Merrill Lynch. En novembre 2004, quatre cadres supérieurs de Merrill Lynch et un cinquième ayant appartenu à Enron seront inculpés de fraude et de conspiration, l'opération des péniches nigérianes ayant eu pour seul objectif un « embellissement » des chiffres financiers d'Enron.

La même compagnie fut encore impliquée dans deux affaires du même genre : un montage complexe de transactions entre Enron et la banque Citigroup intitulé « Yosemite » et un autre entre Enron et la banque J. P. Morgan Chase intitulé « Mahonia ». Ces deux montages appartiennent à la famille des opérations financières auxquelles s'applique le sobriquet de *roundtrip*, en français « aller-retour », faisant allusion au fait qu'à l'arrivée on se retrouve à son point de départ, à la différence toutefois par rapport à un authentique voyage qu'ici on a simplement fait semblant de se déplacer.

Yosemite et Mahonia étaient plus complexes que la transaction portant sur des péniches nigérianes : elles impliquaient des produits financiers dérivés et passaient par des filiales situées dans des paradis fiscaux. De simples prêts auraient été visibles dans les bilans périodiques, mais les dérivés sont hors bilan. Citigroup avait démarché sans succès cinq autres compagnies spécialisées dans l'énergie. Par contre, J. P. Morgan Chase était parvenue à vendre la formule utilisée pour Mahonia à sept autres sociétés.

LES PRÊTS CONSENTIS À DES COMPAGNIES D'ASSURANCE

Les contrats d'assurance constituent une autre méthode qui permet de créer un prêt « synthétique », mais dont le traitement comptable diffère de celui du produit d'origine. Certains prêts ont ainsi été consentis à des compagnies d'assurance et déguisés en contrats d'assurance bien qu'aucun risque réel n'existe ou ne subsiste.

Le moyen le plus simple de transformer une assurance en prêt consiste à verser des primes artificiellement gonflées. Les sommes sont en réalité simplement prêtées et placées par la compagnie d'assurance, qui les restitue au moment convenu, sans qu'aucun dommage réel n'ait été subi. D'un point de vue comptable, le versement de « réparations » n'apparaît pas comme une opération financière, il est considéré comme un moyen légitime de compenser des pertes survenues sous la rubrique « revenus », et qui ne doit pas nécessairement être mentionné dans le bilan.

On s'est soudain rendu compte que toute l'industrie de la réassurance reposait depuis de nombreuses années sur l'ignorance de cette condition pourtant bien simple du principe de l'assurance : qu'un

risque réel devait être couru et que le contrat d'assurance transférerait ce risque de la personne qui s'assure à l'assureur en échange du versement d'une prime. Deux des principales activités dans le domaine de la réassurance étaient dolosives de ce point de vue : la *finite insurance* (« assurance à risque limité »), qui plafonne les sommes que l'assureur aurait à verser, et la *retroactive insurance* (« assurance rétroactive », dont l'intitulé devrait suffire à mettre la puce à l'oreille), qui couvre des dommages passés mais dont l'un des éléments n'a pas encore été déterminé avec exactitude, comme l'échéancier des paiements ou le montant exact des réparations.

Un journaliste du *Wall Street Journal* se souvient avoir assisté en 2001 à un séminaire organisé par une compagnie de réassurance dont les diapositives annonçaient : « accélération/lissage des recettes », « arbitrage des comptes », « ingénierie/optimisation des bilans ». Le présentateur, un vice-président de la compagnie, résumait l'objectif de sa firme de cette manière : « La motivation essentielle de la transaction n'est pas le transfert du risque. » Le journaliste a rappelé la société en novembre 2004 pour savoir si leur politique avait changé entre-temps. On lui a affirmé que la présentation n'aurait pas dû être interprétée comme un document commercial et qu'« il n'existait aucune relation entre elle et une quelconque transaction faite par Partner Re, ni au moment de la présentation ni depuis⁴ ».

4. Jesse Eisinger, « Twilight for “finite” ? Regulators turn their attention to reinsurance arcana », *The Wall Street Journal*, 10 novembre 2004.

Les mesures prises à la suite des scandales

LA LOI SARBANES-OXLEY

La principale mesure prise à la suite des scandales qui affectèrent le marché boursier fut la promulgation en 2002 du *Sarbanes-Oxley Act*, une loi empruntant son nom à un sénateur démocrate et à un membre du Congrès républicain. La réglementation vise essentiellement à une plus grande rigueur comptable : elle oblige les entreprises à expliquer la nature et le fonctionnement de leurs structures de contrôle ; elle impose à l'intérieur des firmes l'indépendance des fonctions de commissaire aux comptes et des fonctions de gestion ; elle interdit également aux sociétés d'audit de s'acquitter simultanément d'autres rôles au sein de la compagnie dont elles certifient les comptes ; elle fait obligation aux banques d'éliminer les situations débouchant sur des conflits d'intérêt pour les analystes financiers ; mais surtout et avant tout, elle responsabilise les chefs d'entreprise en les forçant à accompagner les publications trimestrielles et annuelles du bilan financier d'une déclaration solennelle affirmant l'exactitude des comptes publiés.

Les implications de cette nouvelle loi ont été immédiates et considérables. La faillite d'Enron, dont les avoirs s'élevaient à 63 milliards de dollars en décembre 2001, avait rapidement été suivie par une autre, en juillet 2002, bien plus considérable encore : celle de la compagnie de télécommunications WorldCom, dont les avoirs étaient alors évalués à 104 milliards de dollars. Il apparut rapidement que, alors qu'elles étaient conscientes de la gravité de

la situation financière de la firme, les banques d'investissement n'en avaient pas moins continué à émettre des obligations en son nom et à en recommander l'achat à leurs clients. Le montant des amendes que ces établissements furent condamnés à verser était énorme : les deux principales banques commerciales des États-Unis en chiffre d'affaires, Citigroup et J. P. Morgan Chase, eurent à s'acquitter respectivement de 2,5 et 2 milliards de dollars au titre de réparations¹.

Autre article de la loi Sarbanes-Oxley : une mesure qui aggrave les sanctions en cas de destruction de documents. Frank Quattrone, une des vedettes des offres initiales d'achat des *start-ups*, activité qui lui valut de toucher en 2000 des émoluments s'élevant à 120 millions de dollars, fut condamné à une peine de dix-huit mois de prison pour avoir recommandé aux membres de son équipe à la banque d'investissement Crédit Suisse First Boston de détruire leurs courriels le lendemain du jour où il avait appris que la justice entendait les saisir.

LA RESPONSABILISATION DES PATRONS

En mars 2005, Bernard – « Bernie » – Ebbers, le P-DG de WorldCom, a été reconnu coupable de neuf charges de fraude, qui pourraient lui valoir un emprisonnement à vie. Recourant à une stratégie que la loi Sarbanes-Oxley devait désormais exclure, Ebbers plaidait son ignorance totale en matière de comptabilité. L'ordre qu'il avait transmis à son directeur financier de « faire ce qu'il faudrait » pour que les bilans répondent à l'attente du marché boursier était sans doute ambigu ; les jurés n'en jugèrent pas moins qu'un chef d'entreprise qui avait personnellement pris la décision de suspendre la distribution gratuite de café dans sa firme et fait remplacer l'eau de source dans les distributeurs par de l'eau du robinet avait amplement fait la preuve qu'il était attentif aux détails en matière de gestion financière...

La presse rappelait à l'occasion de sa condamnation le sentiment d'un analyste qui s'était rendu au siège social de WorldCom en 1998 qu'« il existait une carence flagrante dans leur méthode de gestion.

1. Robin Sidel, « J. P. Morgan to pay \$2 billion as street's bill for bubble soars », *The Wall Street Journal*, 17 mars 2005.

Ces gars-là n'étaient vraiment pas à leur place² ! ». Un commentateur désabusé mais qui suggérait que le manque de talent des dirigeants d'une compagnie américaine de premier plan était une chose exceptionnelle. Un ancien officiel de la Securities & Exchange Commission résumait toutefois d'une manière claire et succincte la nouvelle donne que la condamnation d'Ebbers contribuait à établir : « Les P-DG ont peur », disait-il³. Arthur Levitt, un ancien président de la même commission, écrivait dans un éditorial : « L'époque a pris fin du P-DG musclé et autocrate dont la photo ornait la couverture des périodiques des milieux d'affaires. Les patrons de cette trempe pouvaient annoncer tout à trac ce mois-ci une acquisition d'une audace dépassant l'imagination, licencier cinq mille employés le mois suivant, vendre la compagnie deux ans plus tard quand la "synergie" promise tardait à se concrétiser et percevoir quand même une indemnité de fin de contrat d'un montant excessif accordée par un conseil d'administration ne manifestant aucune inclination à lui réclamer des comptes. Le P-DG impérial a vécu⁴. »

Le *Sarbanes-Oxley Act* précisait également que tout gain d'un dirigeant d'entreprise qui s'avérerait être une retombée de comptes falsifiés donnerait lieu à restitution. Fait inédit, les membres des conseils d'administration des firmes reconnues coupables de fraude acceptent d'acquiescer des amendes sur leurs fonds personnels. Ainsi, dix anciens directeurs d'Enron ont déboursé 13 millions de dollars et onze anciens directeurs de WorldCom ont consenti à verser conjointement 20 millions de dollars pour régler une action en justice contre la compagnie en faillite.

LE DÉLIT D'INITIÉ

Martha Stewart, présentatrice à la télévision d'une émission s'adressant aux candidates au titre de « maîtresse de maison

2. Walter Hamilton, Lisa Girion et Thomas S. Mulligan, « Fraud verdict is ominous for toppled CEOs. Ex-WorldCom chief Ebbers is convicted of a huge accounting scam, though he professed ignorance. Such a claim may not help others », *Los Angeles Times*, 16 mars 2005.

3. Joann S. Lublin et Christopher Rhoads, « It better not be lonely at the top in the New World of today's CEO », *The Wall Street Journal*, 16 mars 2005.

4. Arthur Levitt Jr, « The imperial CEO is no more », *The Wall Street Journal*, 17 mars 2005.

idéale » et propriétaire d'un magazine consacré à ce thème, a été condamnée en mars 2004 à cinq mois de prison, cinq mois d'assignation à domicile, deux ans de liberté surveillée, et à une amende de 30 000 dollars. Elle a été reconnue coupable d'un délit d'initié, ayant revendu un paquet d'actions de la compagnie ImClone Systems suite à un tuyau donné par son P-DG – qui était aussi un ami – et qui annonçait que le cours de l'action allait plonger du fait d'un revers dans la commercialisation d'un médicament produit par la firme. En anglais, l'expression relative au délit d'initié, *insider trading*, renvoie également à l'activité (légale) qu'est la vente d'actions d'une société par ses cadres. Celle-ci doit toutefois être planifiée et enregistrée auprès de la Securities & Exchange Commission avant d'avoir lieu. En octobre 2004, les dirigeants de la société ChoicePoint, une firme spécialisée dans la vente de profils de consommateurs, découvraient qu'elle avait été victime d'une fraude, certains de ses clients étant des escrocs notoires et s'étant fait passer pour des clients de bon aloi. Le mois suivant, en novembre, les deux principaux dirigeants de la firme déposaient un plan de vente de certaines de leurs actions et faisaient débiter celle-ci en décembre. Deux mois plus tard, en février 2005, la compagnie faisait parvenir à certains consommateurs de Californie une lettre leur signalant que des informations à leur sujet avaient fait l'objet de malversations. La SEC fut insensible à l'argument présenté par la firme selon lequel la planification de la vente d'actions par ses dirigeants avait précédé chronologiquement la révélation de la fraude, laquelle avait été retardée à la demande expresse du Federal Bureau of Investigations.

Dans son livre *Surveiller et punir*⁵, consacré à la façon dont nos sociétés gèrent les transgressions graves à l'ordre social en incarcérant les coupables ou en les exécutant de manière plus ou moins brutale, Michel Foucault évoquait la transition entre une époque où la proportion des coupables qui se faisaient prendre était infime et celle, contemporaine, où une proportion significative d'entre eux se font arrêter et doivent rendre compte de leurs actes devant la justice. Aux temps anciens, la punition des rares coupables à se retrouver face aux juges visait essentiellement à terrifier par son exemplarité. Lorsque l'on est passé plus tard à un régime où de

5. Michel Foucault, 1975, *Surveiller et punir. Naissance de la prison*, Gallimard, Paris.

nombreux coupables étaient arrêtés puis condamnés, la sévérité de la punition a été modulée pour refléter de manière plus directe la gravité des faits. Dans le même ordre d'idées, l'opinion publique s'est initialement interrogée à propos de l'inculpation de Martha Stewart : le délit d'initié est en effet courant et du coup relativement banal. Pourquoi alors s'en prendre à une personnalité de la télévision, même si elle avait certainement agi en toute connaissance de cause, ayant exercé auparavant la profession d'agent de change ? Ne s'agissait-il pas alors justement d'exemplarité ? En fait, les déclarations de la magistrature suggèrent que l'on avait plutôt affaire ici à une transition, similaire à celle qu'évoquait Foucault, dans la manière dont la criminalité des chefs d'entreprise (*white collar crime*) est traitée aux États-Unis et que l'on était en train de passer historiquement d'une situation où l'inculpation d'un criminel constituait un fait rare à un contexte nouveau où l'on assisterait à leur arrestation systématique. Si c'est le cas, Martha Stewart aura eu la malchance d'être la première inculpée de ce qui se révélera ensuite être une longue série... à moins bien sûr que l'exemplarité du cas n'ait ici, à la manière d'autrefois, la vertu de dissuader d'éventuels candidats.

LA COMMUNICATION DES RÉSULTATS FINANCIERS

Autre effet, indirect celui-ci, du nouveau climat instauré par le *Sarbanes-Oxley Act*, les entreprises ont adopté une nouvelle attitude vis-à-vis de la publication officielle de leurs résultats financiers. J'ai indiqué qu'en l'absence de toute autre justification pour l'appréciation de l'action d'une société, l'exercice consistait à chaque fois pour les dirigeants d'entreprise à publier des chiffres de recettes dépassant légèrement le consensus des analystes financiers. Les choses se mirent cependant à changer : alors qu'en 2003, 72 % des plus grosses compagnies américaines communiquaient des chiffres prévisionnels aux analystes, elles n'étaient plus que 55 % en 2004. Un certain nombre d'entre elles déclarèrent par ailleurs leur intention de ne plus annoncer de chiffres à l'avenir ou, en tout cas, de limiter leurs pronostics au bilan annuel.

La divulgation de tels pronostics était quelquefois publique mais, le plus souvent, elle était réservée à tel ou tel analyste, voire

à tel groupe privilégié d'investisseurs. Or, la Securities & Exchange Commission avait édicté en octobre 2000 un règlement de *fair disclosure*, autrement dit de « divulgation équitable », précisant que toute information « matérielle » (c'est-à-dire portant sur un facteur ayant un impact sur la santé financière de l'entreprise) et ne relevant pas du domaine public doit être communiquée à l'ensemble des actionnaires, et non à un groupe sélectionné parmi eux. La SEC va se montrer très pointilleuse sur la question puisque, en mars 2005, deux dirigeants de la compagnie Flowserve se verront condamnés dans le cadre du *Fair Disclosure Act* pour avoir confirmé à un groupe restreint d'analystes financiers la validité des prévisions communiquées à la presse le mois précédent ; la commission a jugé que cette confirmation constituait en soi une information « matérielle⁶ ».

LE NOUVEAU COURS DES ACTIONS

En mai 2003, la révision de la fiscalité s'appliquant aux actions cotées en Bourse a rétabli l'égalité de la taxation des dividendes et des plus-values réalisées sur la hausse du titre. Du coup, le placement et la spéculation se retrouvaient sur le même pied du point de vue fiscal, ce qui diminuait l'attrait de la spéculation pure et encourageait les compagnies à reverser des dividendes. Le contexte général de la formation du prix de l'action sur le marché boursier américain s'est trouvé du même coup modifié. L'accent n'est plus mis désormais sur la hausse du cours de l'action de trimestre en trimestre, mais sur sa tendance sur le long terme et sur la distribution de dividendes. Barry Diller, le président d'InterActiveCorp, une importante compagnie de médias qui avait été l'un des candidats possibles au rachat d'Universal à l'époque où Jean-Marie Messier cherchait à la revendre, expliquait qu'il avait cessé de communiquer aux investisseurs le niveau probable des recettes de sa compagnie à la prochaine échéance : « Plus le petit jeu de Wall Street m'apparaissait clairement, plus je me rendais compte que communiquer ces chiffres était sans rapport avec la création de valeur sur le long

6. Deborah Solomon, « SEC case takes fair disclosure to a new level », *The Wall Street Journal*, 25 mars 2005.

terme. Il s'agissait plutôt d'une sorte de danse kabuki, hautement ritualisée⁷. »

En 2006, le sentiment des autorités est que l'on est donc parvenu à remettre bon ordre dans un système mis à mal par quelques brebis galeuses et à remettre la Bourse sur les rails. Les écrans de fumée et les miroirs n'auraient été que des diversions et tout fonctionnerait désormais sinon idéalement, du moins bien mieux... C'est à voir, car la mécanique était bien réglée qui de trimestre en trimestre apportait l'excellente surprise, bien que toujours renouvelée, d'un « bénéfice par action » légèrement supérieur à celui escompté. Enron était l'exemple même d'une compagnie passée maître dans l'art de gérer les chiffres de recettes, et elle vendait d'ailleurs son expertise par l'entremise de sa propre agence de conseil.

Tant que le boursicoteur imagine que ce sont les *earnings per share* qui déterminent le cours de l'action, il faudra bien continuer à les lui communiquer. Sans l'aide cette fois ni des écrans de fumée ni des miroirs. Ce qui n'est pas une mince affaire et qui explique pourquoi les autorités se sont empressées de ressusciter les dividendes. Avec ces derniers, il s'agit en effet de tout autre chose : non pas de la différence entre le prix que l'opinion attribue à une bonne nouvelle économique relative à la compagnie et celle qu'elle attachait à une autre plus ancienne et désormais obsolète, mais d'argent sonnante et trébuchant, lequel, comme on se plaira à vous le répéter aux États-Unis, « doesn't grow on trees », « ne pousse pas sur les arbres ».

7. Gregory Zuckerman, « CEOs turn Mum about projecting earnings, those providing forecasts fell last year to 55 % from 72 % ; drawback for smaller investors ? », *The Wall Street Journal*, 1^{er} mars 2005.

Facteurs positifs et facteurs négatifs

LES FACTEURS POSITIFS

Les marchés boursiers semblent continuer à disposer d'une image favorable parmi l'ensemble des consommateurs américains, contre vents et marées, en dépit de scandales récents, et malgré les innombrables efforts de démystification fournis aussi bien par les journalistes que par les experts de la finance. Si c'est bien le cas, la chose mérite explication.

La Bourse, ça rapporte vraiment

Il faut envisager d'abord que l'attitude du boursicoteur soit justifiée, autrement dit, que le placement de ses économies en actions de sociétés cotées en Bourse soit en effet un investissement judicieux. Tester cette hypothèse a été l'objectif de Philippe Jorion et William Goetzmann dans une étude dont ils ont publié les résultats en 1999. Ils ont mis en évidence que, parmi trente-neuf pays dont ils ont examiné le rendement des marchés boursiers sur la période 1926-1996, les États-Unis étaient le seul pays où le placement en Bourse avait constitué un investissement raisonnable. En effet, le rendement moyen annuel sur la période de soixante-dix ans envisagée a été de 4,3 % pour les États-Unis, alors que la moyenne dans les trente-huit autres pays étudiés n'a été que de 0,8 % par an, c'est-à-dire un rendement bien plus faible que celui délivré par un livret d'épargne¹.

1. Philippe Jorion et William N. Goetzmann, « Global stock markets in the twentieth century », *Journal of Finance*, 54 (3), 1999, p. 953-80.

Il y aurait donc une justification objective à cette image favorable de la Bourse, et les Américains considéreraient que le placement boursier constitue un investissement judicieux parce que tel serait en effet le cas dans leur propre pays. Leur comportement n'aurait donc rien d'irrationnel, bien au contraire. Mais ce qu'il convient d'expliquer alors, c'est cette « exception américaine » quant au rendement des investissements boursiers.

Économie et finance

Une première explication possible est le dynamisme exceptionnel de l'économie américaine : avec son énorme superficie, sa capacité à absorber, grâce à une agriculture moderne et à une industrialisation avancée, de vastes flux migratoires, les États-Unis constitueraient un cas exceptionnel où l'investissement de type boursier est rentable sur une période continue de soixante-dix ans. Emmanuel Todd écrit : « La société américaine est [...] le produit récent d'une expérience coloniale très réussie mais non testée par le temps : elle s'est développée en trois siècles par l'importation sur un sol doté de ressources minérales immenses, très productif sur le plan agricole parce que vierge, d'une population déjà alphabétisée. L'Amérique n'a vraisemblablement pas compris que sa réussite résulte d'un processus d'exploitation et de dépense sans contrepartie de richesses qu'elle n'avait pas créées². »

Seule objection : il faut alors supposer qu'au-delà d'une dynamique purement spéculative, la bonne santé de la Bourse reflète effectivement celle de l'économie. Cependant la corrélation pourrait exister sans toutefois que la détermination en termes de cause et d'effet aille dans le sens supposé : il se pourrait très bien que ce soit la bonne santé de la finance qui tienne l'économie à bout de bras. Il y aurait bien une relation entre les deux, mais la dynamique qui les lie serait mutuelle et circulaire : l'une alimente l'autre, qui l'alimente elle-même. Mais, après tout, du moment que cela fonctionne !

La question qui se pose alors est de savoir si les États-Unis connaissent encore aujourd'hui ces circonstances favorables et si leur économie est toujours à même de soutenir un tel effort. Un examen rapide du contexte mondial suggère que non : si le pays

2. Emmanuel Todd, [2002] 2004, *Après l'empire. Essai sur la décomposition du système américain*, Gallimard, « Folio », Paris, p. 248.

continue d'être à la pointe dans les domaines technologique et financier, ses industries de base comme la sidérurgie, l'automobile, le textile, et aujourd'hui l'intendance des services financiers tels l'enregistrement des données, la comptabilité des entreprises, la rédaction de logiciels, voire le dialogue au jour le jour avec les consommateurs, ont été en grande partie exportés.

Il se pourrait alors que, comme aux derniers jours de l'Union soviétique, ce ne soit plus que le complexe militaro-industriel qui soutienne à lui seul le système dans son ensemble. Ce qui expliquerait, comme le fait également remarquer Todd dans le même ouvrage, pourquoi les États-Unis se sont découvert un goût pour les guerres avec des puissances militaires mineures : d'un point de vue économique, ils s'y retrouveraient au bout du compte.

La continuité des marchés

En fait, il existe une raison plus simple à ce bon rapport des placements boursiers sur soixante-dix ans : la continuité. À l'exception d'une période de trois mois en 1914, le New York Stock Exchange n'a jamais fermé. Rares sont en effet – la Grande-Bretagne est la seule exception notable – les autres concurrents potentiels qui n'ont pas connu une ou plusieurs interruptions dramatiques sur cette période. L'avantage des États-Unis sur les autres nations serait alors leur isolement géographique, qui leur a permis de ne pas connaître la guerre sur leur propre territoire. Ils ont connu une guerre civile terrible sans doute, mais il y a un siècle et demi. Une guerre internationale à l'intérieur de ses frontières dans un avenir prévisible paraît très peu vraisemblable en raison de son statut de super-puissance militaire. (Une guerre civile n'est, elle, pas totalement à exclure dans le climat de polarisation politique où les deux présidences de Georges W. Bush ont plongé la nation.)

LES FACTEURS NÉGATIFS

Pour ce qui touche à l'avenir, Robert J. Shiller, professeur d'économie à Yale, a établi dans son livre intitulé *Irrational Exuberance* (il est l'auteur de cette expression qui fut réutilisée par Alan Greenspan pour caractériser l'euphorie des marchés boursiers dans

la période 1999-2000) la liste des facteurs qui joueraient à l'avenir contre une hausse constante des actions. Tous s'apparentent au désenchantement qui a résulté des efforts de démystification des différents experts. Il pense sans doute à lui-même en premier lieu quand il évoque « l'autorité stabilisante des leaders de l'opinion ». Il mentionne cependant ce qui me semble justement la raison pour laquelle cette érosion n'aura précisément pas lieu quand il dit que « la prééminence des institutions de jeu dans notre culture peut encourager une attitude spéculative sur les marchés financiers³ ». Il y a là comme un écho de la remarque d'Edwin Lefèvre dans son ouvrage *Reminiscences of a Stock Operator*⁴, publié en 1923, où il définit le « type américain » comme « le spéculateur – le joueur si vous voulez » ; et il ajoutait que, sans lui, « il serait très difficile, peut-être impossible [...] de construire des voies de chemin de fer, d'ériger des usines, de consolider des industries, de devenir une puissance mondiale⁵ ».

Certains facteurs techniques, et non des facteurs d'ordre psychologique, interfèrent toutefois désormais avec la hausse du prix des actions sur le long terme. Ils sont liés à la facilité offerte au spéculateur de gagner contre le marché, c'est-à-dire de jouer le marché à la baisse. Les règlements interdisaient autrefois la plupart de ces pratiques qui rendent le bon fonctionnement du marché plus problématique.

Les pressions à la baisse du cours

J'ai expliqué précédemment comment le joueur en Bourse peut gagner lorsque le cours de l'action baisse dans la « vente à découvert ». Il lui suffit d'emprunter d'abord un certain nombre de titres à quelqu'un qui en possède et de les vendre aussitôt, d'attendre ensuite que le cours baisse, puis de les racheter pour les lui restituer. La tactique échoue si le prix ne baisse pas et que le joueur se trouve obligé de les racheter plus cher qu'il ne les avait vendus.

3. Robert J. Shiller, [2000] 2001, *Irrational Exuberance*, Broadway Books, New York, p. 207.

4. Edwin Lefèvre, 1994, *Reminiscences of a Stock Operator*, John Wiley, New York.

5. Steve Fraser, 2005, *Every Man a Speculator. A History of Wall Street in American Life*, HarperCollins Publications, New York, p. 252.

La motivation de la « vente à découvert » peut être une stratégie de couverture ; mais elle peut aussi être perverse. Ainsi, les *hedge funds* – ces fonds dits « de couverture » mais qui sont en réalité hautement spéculatifs et sont destinés aux investisseurs fortunés – se sont fait une spécialité de miser sur les obligations convertibles des sociétés qui autorisent (mais n'obligent pas) leurs détenteurs à les convertir en actions à une date ultérieure. La conversion est payante lorsque la variation du cours de l'action atteint un niveau tel que la plus-value réalisée dans sa revente (augmentée d'un éventuel versement de dividendes) constitue une meilleure opération que le versement futur des coupons attachés à l'obligation. Les variations du cours dans la période qui précède l'exercice possible de l'option sont une indication de la probabilité que celle-ci atteigne ou non le prix auquel la conversion en actions devient profitable ; elles augmentent la valeur de l'« optionalité ». Il est donc de l'avantage des *hedge funds* qui détiennent des obligations convertibles de sociétés de faire varier considérablement le prix de l'action dans la période qui précède la fenêtre d'exercice de l'option puisque plus la variation est grande, plus la valeur de l'optionalité est importante. Dans ce contexte, le fonds a intérêt à couvrir partiellement ses positions pour limiter ses risques et, dans les moments où il pousse le prix de l'action à la hausse, il vaut donc mieux pour lui qu'il prenne aussi une position à découvert, c'est-à-dire en fait qu'il parie simultanément sur la baisse de son cours. C'est ce qui a conduit les autorités de tutelle à soupçonner la collusion de divers *hedge funds* en vue de provoquer des variations désordonnées du cours des actions de compagnies émettant des obligations convertibles et à ordonner une enquête en décembre 2004⁶.

Edwin Lefèvre, que j'ai cité un peu plus haut, raconte comment, dans les *bucket shops* (officines de pari des années 1920), les joueurs pouvaient miser tout aussi bien sur la baisse que sur la hausse des titres boursiers⁷. L'introduction en 2002 d'options sur les actions d'un certain nombre de sociétés en vue a contribué à « symétriser » la Bourse de la même manière, les joueurs pouvant parier aussi bien

6. Susan Pulliam, « How hedge-fund trading sent a company's stock on wild ride. PSS World Medical's offering of convertible bonds led to shareholder worries. EC launches broad inquiry », *The Wall Street Journal*, 28 décembre 2004.

7. Edwin Lefèvre, *Reminiscences of a Stock Operator*, *op. cit.*

à la hausse de l'action (acheteur de *call*, vendeur de *put*) qu'à sa baisse (vendeur de *call*, acheteur de *put*). La différence entre les *bucket shops* et le marché actuel des options est que les premiers se consacraient uniquement au pari sur les cours et n'intervenaient pas réellement sur le marché boursier, alors que le marché des options est en prise directe sur celui-ci. Il en va de même pour le marché récent des *credit-default swaps*, les « swaps de risque de défaillance », des instruments financiers conçus initialement comme une assurance prise contre la défaillance éventuelle d'une contrepartie financière et dont les spéculateurs poussent aujourd'hui le prix, dans un mouvement inverse à celui escompté par les inventeurs de la formule, comme une manière de lancer une rumeur négative à propos d'une firme après s'être positionné à découvert sur ses actions ou avoir acquis des *puts* sur son prix (option qui bénéficie de la baisse du cours).

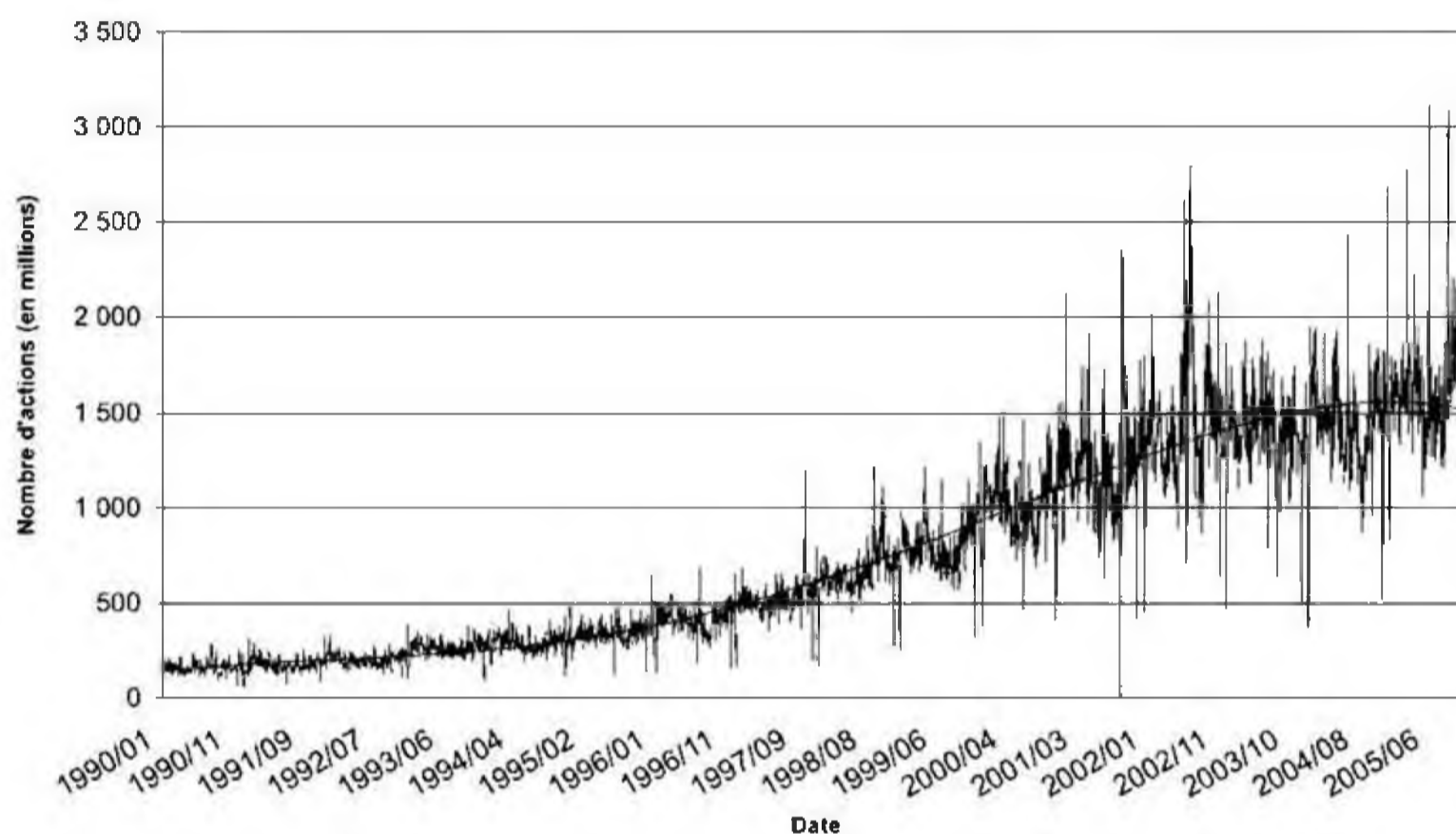
Bien entendu, la motivation de l'acheteur ou du vendeur est sans impact sur les marchés. À ceci près cependant que celui qui adopte une position *nue* de vendeur à découvert ne commencerait pas par vendre s'il ne pensait que le cours est à la baisse, et il vient ainsi renforcer le camp des vendeurs, apportant sa contribution à la déprime du marché. Il ne demeure pas nécessairement non plus passif pour ce qui touche à la circulation de l'information. Dans le marché boursier traditionnel, où l'ensemble des acteurs gagnaient à la hausse des actions, toutes les rumeurs allaient dans le même sens, indiquant que la compagnie se porte encore bien mieux qu'on ne l'imagine. On l'a vu à propos du scandale des analystes financiers : les seuls conseils qu'ils dispensaient étaient d'acheter, jamais de vendre ! Or, dans un marché où l'on peut gagner tout aussi bien parce que le cours des actions baisse que parce qu'il grimpe, il n'existe plus aucun frein à la diffusion des mauvaises nouvelles, et les rumeurs négatives auront autant de chances de trouver une oreille attentive que les positives. Or, qu'elles aient un fondement ou non, celles-ci peuvent devenir des « prédictions créatrices », par exemple en rendant l'accès au financement des entreprises concernées plus difficile et donc plus cher.

L'ensemble de ces facteurs fait qu'aujourd'hui, à la Bourse, les forces négatives ont tendance à équilibrer les forces positives et que les situations historiques où l'évolution du marché est automatiquement à la hausse sont devenues beaucoup moins probables.

Le « déchiquetage » des transactions

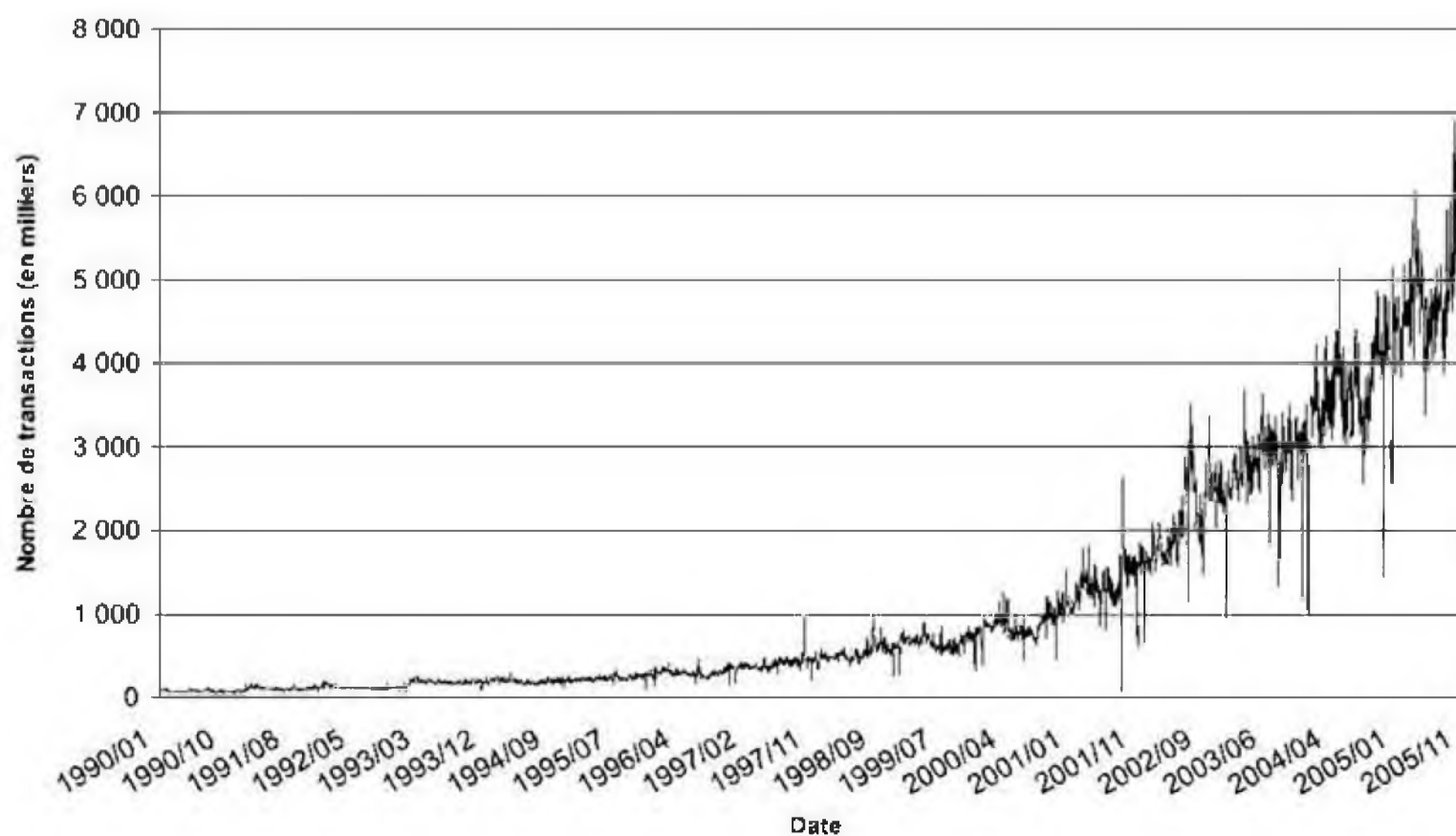
En fait, les marchés des actions présentent de réels traits de faiblesse. Si l'on examine les volumes traités au cours des années récentes sur le principal marché boursier des États-Unis, qui est également le principal marché mondial, le New York Stock Exchange (NYSE), on constate que le nombre d'actions échangées quotidiennement stagne depuis 2002.

FIGURE 1



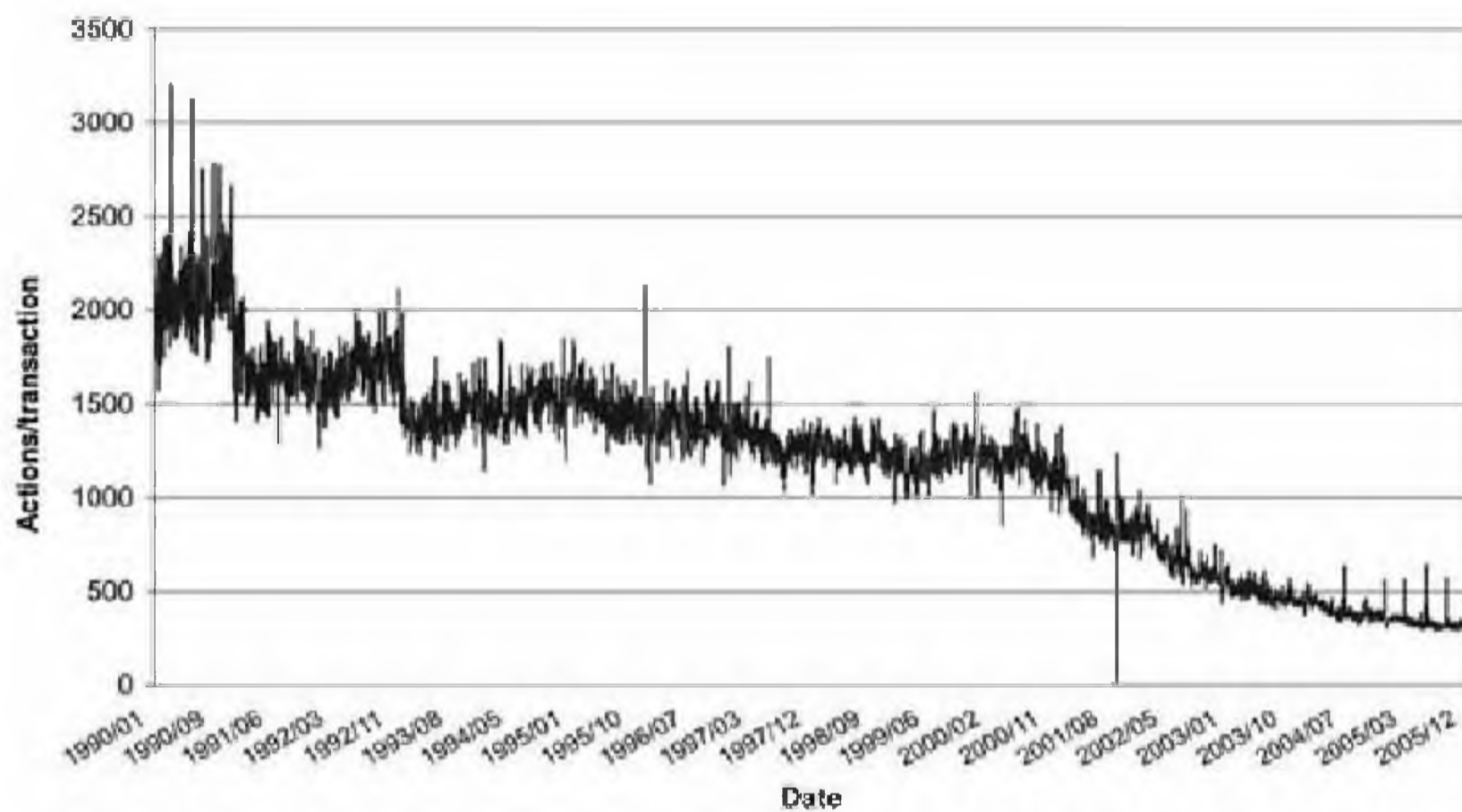
La figure 1 montre une courbe qui capture la tendance et qui possède un point d'inflexion se situant en novembre 2004 : jusqu'à cette date, le nombre de transactions quotidiennes augmentait ; après cette date, il s'est mis à diminuer. Un certain type de manipulation des statistiques appelé *shredding*, c'est-à-dire « déchiquetage », contribue à cacher cette réalité.

FIGURE 2



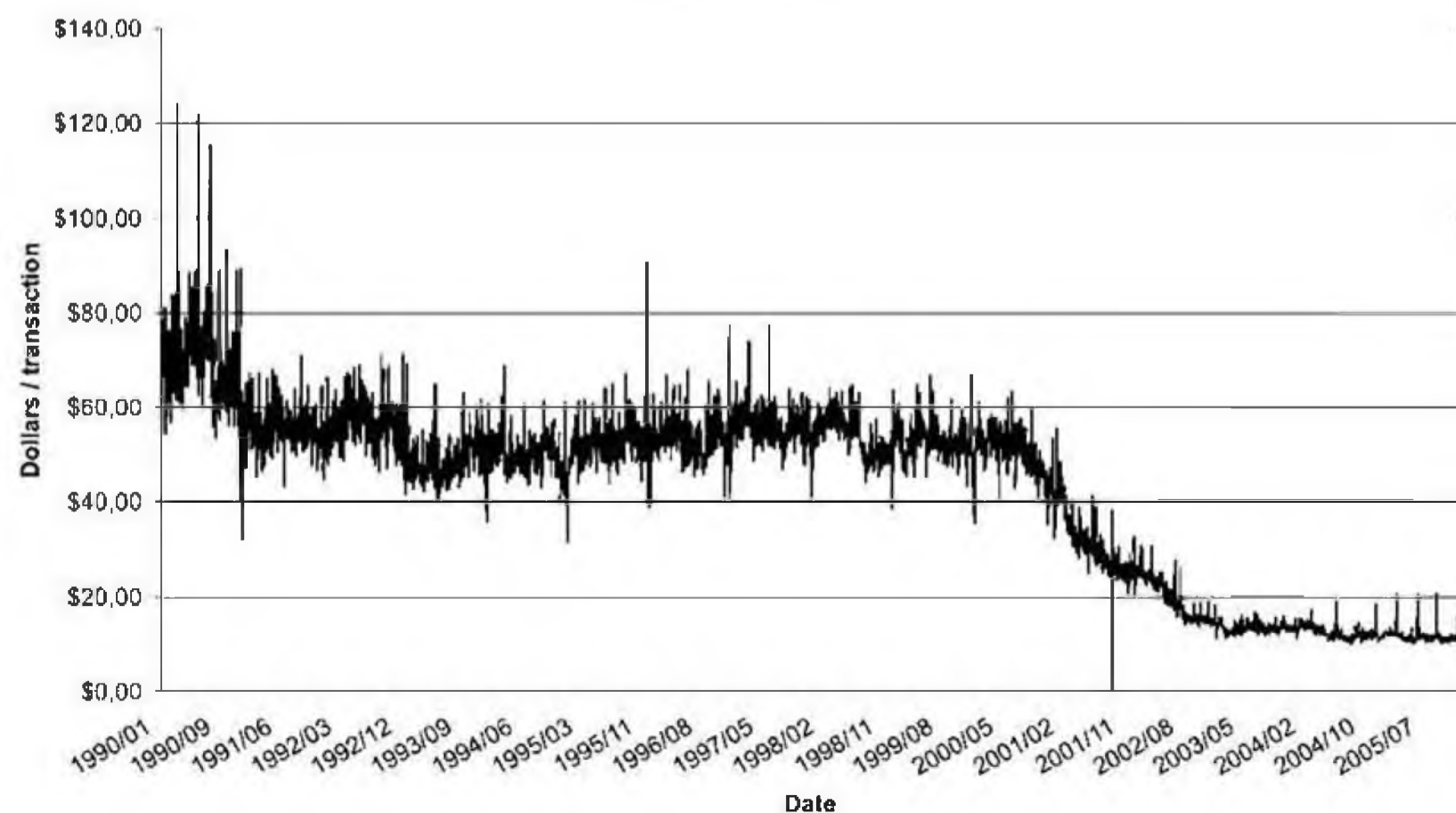
Ce qui se passe en réalité devient visible lorsque l'on compare, comme sur la figure 2 (*cf.* page précédente), la courbe des volumes exprimés en nombre d'actions échangées avec celle des volumes exprimés en nombre de transactions. Cette dernière ne révèle pas de ralentissement, mais le profil différent des deux courbes suggère que le nombre d'actions échangées par transaction a décliné au cours de la période. Or c'est bien ce que l'on constate.

FIGURE 3



En effet, lorsque l'on examine sur la figure 3 ci-dessus le nombre d'actions échangées par transaction, on voit le chiffre décroître régulièrement et parfois même à la suite d'un saut : il se situe aux alentours de 2 000 en 1990 et n'est plus que d'environ 350 en 2005.

FIGURE 4



La valeur en dollars de chaque transaction telle qu'elle est présentée sur la figure 4 (*cf.* page précédente), révèle le même phénomène : le chiffre moyen de la transaction baisse en quinze ans de 70 000 dollars environ en 1990 à 12 000 dollars en 2005. On constate de plus sur cette figure une chute brutale qui s'amorce en juillet 2000.

Quelle est la raison de cette manipulation que constitue le *déchiquetage* ? Elle est simple : les marchés se voient verser des commissions substantielles au prorata du nombre de transactions qui y ont lieu ; en 2003, par exemple, 18 % des revenus du NYSE provenaient de cette source⁸. La communication du nombre de transactions fait partie des activités de la Bourse et de nombreux analystes utilisent ces chiffres pour mettre au point des stratégies d'achat et de vente.

L'intervention « par programme »

En fait, la stagnation des volumes cache une baisse encore plus significative du nombre des transactions ordinaires dont les intervenants sont des institutions, tels les fonds de pension, ou des particuliers. Un examen des chiffres révèle en effet qu'une part de plus en plus élevée des échanges d'actions est due à ce qu'on appelle le *program trading*, ou « intervention par programme ». Dans cette activité boursière tout à fait particulière, la transaction a un but très spécifique : reproduire dans un portefeuille le mouvement exact d'un indice boursier ; ce qui s'obtient en créant un « panier » qui représente la fraction du marché capturé par celui-ci. Les indices, tels le DJIA (*Dow Jones Industrial Average*) de la Bourse de New York ou le CAC 40 du marché français, sont calculés à partir du cours des actions d'un certain nombre de sociétés sélectionnées comme représentatives du marché dans son ensemble. Il est donc possible de reproduire à petite échelle un portefeuille comprenant les mêmes actions, par exemple les quarante qui composent le CAC 40, dont la valeur fluctue parallèlement à celle de l'indice. Pour être considérée comme relevant

8. Deborah Solomon, « SEC urges U. S. stock markets to help stop splitting of trades », *The Wall Street Journal*, 25 janvier 2005.

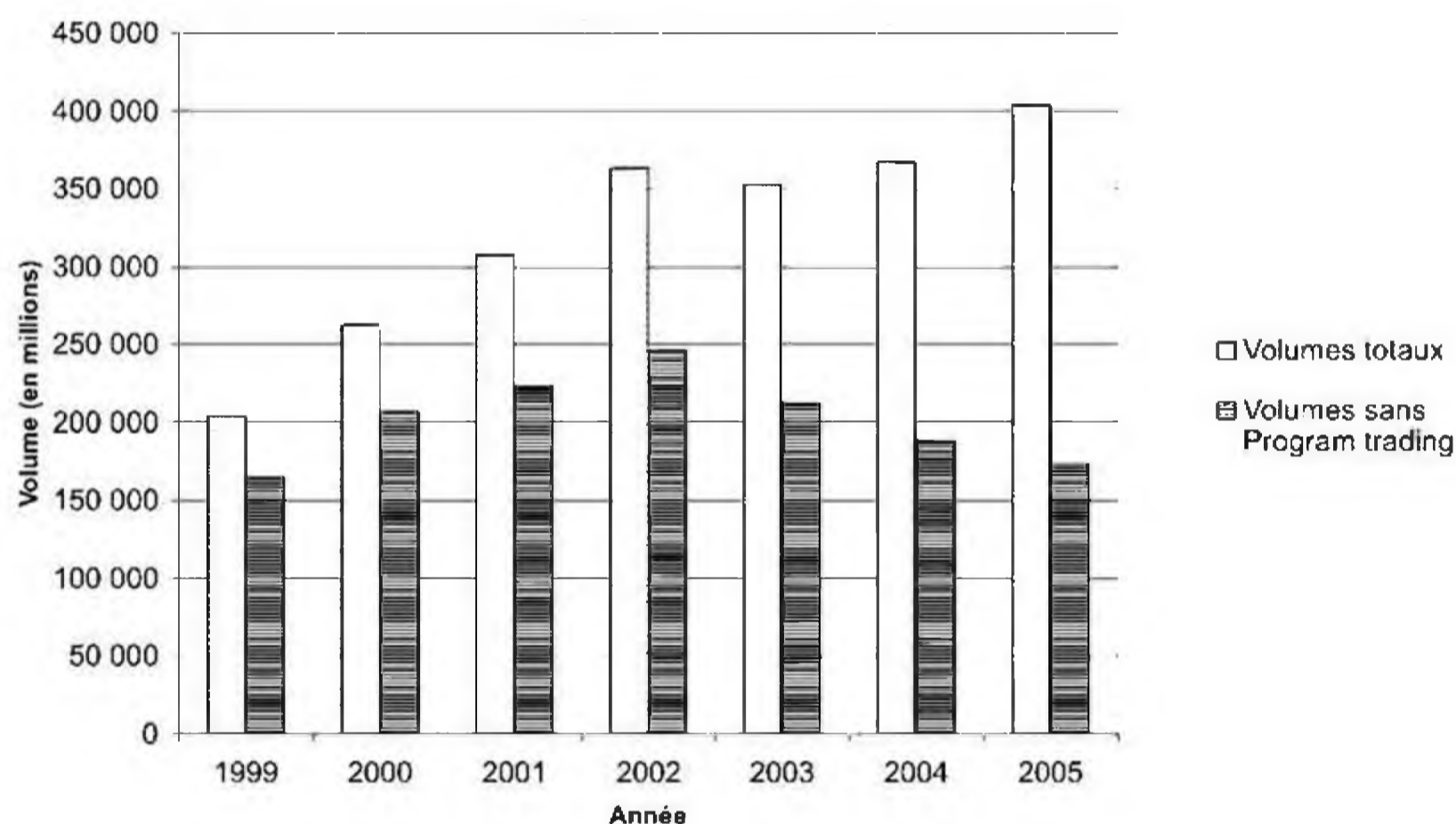
du *program trading* dans les statistiques publiées par le New York Stock Exchange, une transaction doit porter simultanément sur les actions d'au moins quinze sociétés et être d'un montant égal ou supérieur à un million de dollars.

Dans quel but voudrait-on reproduire à petite échelle le mouvement général du marché boursier ? On y a recours pour assurer une *couverture dynamique* (*dynamic hedging*) de son portefeuille ou pour en réaliser une *stratégie d'assurance* (*portfolio insurance strategy*), voire encore pour *arbitrer l'indice boursier*. Il est possible, sur les marchés à terme de *futures*, d'acheter et de vendre des contrats dont la valeur est la valeur *supposée* des indices à une date future. Il existe ainsi des *futures* NASDAQ 100, S&P 100 et S&P 500. Acheter et vendre des paniers d'actions reproduisant un indice par *program trading* constitue l'équivalent sur le marché au comptant de l'achat et de la vente du *future* portant sur le même indice, c'est-à-dire une stratégie de couverture éventuelle ou encore la possibilité de spéculer sur la différence entre le prix actuel et le prix à terme postulé sur ce marché. Une stratégie similaire porte sur des *options* au lieu de *futures*. Autre possibilité, certains fonds mutuels, au lieu de constituer des portefeuilles à partir d'actions de sociétés choisies avec soin, offrent à leurs clients un portefeuille qui est la copie conforme d'un indice boursier particulier. Cette stratégie a pour avantage principal de minimiser les frais de gestion : pas besoin ici d'analyses complexes visant à faire émerger les titres les plus rentables, le portefeuille est constitué par simple *program trading*.

Or la part des échanges ayant lieu sur les marchés boursiers qui est due au *program trading* ne cesse d'augmenter. La proportion était en moyenne de 19,32 % des transactions en 1999, de 32,41 % en 2002, de 57 % en 2005. La tendance se confirmait en 2006 avec des pourcentages proches de 60 %. Mis à part les interventions des fonds mutuels qui vendent à leurs clients des participations mimant la performance des indices, les autres transactions sont essentiellement spéculatives ou résultant d'activités de couverture de stratégies spéculatives. Et si l'on s'intéresse maintenant au volume des échanges d'actions, en le décomposant selon que ces échanges sont générés par du *program trading* ou sont de type traditionnel, on obtient les chiffres suivants pour la période 1999-2005.

Année	<i>Program trading</i>	Volumes totaux (en millions)	Volumes sans <i>Program trading</i> (en millions)
1999	19,32 %	203 914,17	164 518,75
2000	21,42 %	262 477,70	206 257,00
2001	27,67 %	307 509,26	222 423,81
2002	32,41 %	363 135,90	245 458,92
2003	39,70 %	352 397,85	212 509,46
2004	48,67 %	367 098,49	188 443,89
2005	57,00 %	403 763,63	173 618,36

FIGURE 5



La figure 5 ci-dessus représente les mêmes données sous forme de diagramme. On constate que les volumes échangés en dehors du *program trading* en 2005 (173 milliards d'actions) étaient retombés à un niveau proche de 1999 (165 milliards d'actions), époque du développement de la bulle boursière engendrée par l'engouement pour les *start-ups*. Les volumes totaux, on l'a dit, stagnent eux depuis 2002.

II.

L'endettement des ménages

L'immobilier résidentiel

J'ai parlé tout d'abord de la Bourse. Les faiblesses de cette composante du système financier américain sont apparues au grand jour à la suite de l'affaire Enron, qui n'aurait sans doute pas eu les répercussions qu'on lui connaît si elle n'avait éclaté dans le sillage de l'effondrement du prix des actions en 2001. En chiffres absolus, les plus-values réalisées en Bourse par les ménages américains ne constituent cependant – avec 20 % du total – que leur deuxième source d'enrichissement au cours des vingt dernières années : la première, représentant 60 % du total, est constituée par la plus-value des maisons d'habitation individuelles. En 2004, dans un commentaire relatif à l'éclatement de la bulle boursière, Alan Greenspan, alors gouverneur de la Réserve fédérale, faisait remarquer que l'appréciation de l'immobilier avait partiellement compensé pour les ménages les pertes qu'ils avaient subies en Bourse¹.

En février 2004, la Réserve fédérale considérait que les ménages américains disposaient de plus de 14 000 milliards de dollars placés dans l'immobilier, essentiellement dans leur propre logement², soit près du double du capital investi par eux dans les fonds

1. Alan Greenspan, *Understanding Household Debt Obligations*, remarks by Chairman Alan Greenspan at the Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington D. C., 23 février 2004.

2. Le placement dans un but d'investissement pur ne représentait, lui, que 10 % du montant total des prêts immobiliers résidentiels.

mutuels ou directement en valeurs boursières³. En 2006, deux tiers des ménages étaient propriétaires de leur logement ; la proportion n'était que de 40 % à l'aube de la Seconde Guerre mondiale.

LE CYCLE DU LOGEMENT

Les Américains se représentent sur le modèle d'un renouvellement cyclique le rôle joué dans l'histoire de leur ménage par la maison qu'ils habitent. Le couple acquiert un premier logement peu de temps après le mariage ; l'apport en capital propre est alors très modeste et l'on souscrit, selon la formule la plus courante, un prêt hypothécaire sur trente ans à taux fixe. Cinq à dix ans plus tard, la maison est revendue. Les ressources accrues du ménage, à quoi s'ajoute dans bien des cas la plus-value réalisée à l'occasion de la vente du premier logement, ont pour conséquence que l'achat de la deuxième maison s'accompagne cette fois d'un apport personnel en capital plus substantiel. Ce deuxième logement est plus vaste que le premier, et il comporte en particulier des chambres à coucher en plus grand nombre pour les enfants. La même opération se répétera alors au fil des années. Finalement, les enfants ayant atteint l'âge adulte, ils finissent par désertier le domicile familial et l'on revend une dernière fois sa maison, en vue cette fois d'acquérir un logement plus petit. Le profit réalisé à l'occasion de cette dernière transaction combiné à l'achat d'un logis plus petit constitue pour le ménage un capital qui lui assure désormais une retraite confortable.

Dans cette représentation idéale – mais aussi pour remplir parfaitement les conditions du subventionnement de son achat –, la maison ne doit abriter qu'une seule famille et doit posséder quatre murs francs, autrement dit, elle doit être séparée (*detached*) de ses voisines. Les appartements, les *townhouses* (les maisons qui partagent un mur mitoyen) constituent autant de formules dévalorisées.

Les ménages bénéficient en général pour faire leurs premiers pas dans l'accession à la propriété de l'aide de la Federal Housing Administration (FHA), l'« administration fédérale du Logement ». Dans les années qui ont suivi la Grande Dépression, les organismes financiers disposés à avancer des fonds aux particuliers pour l'achat

3. Alan Greenspan, *ibid.*

d'un logement se faisaient rares. La FHA a été créée en 1934 dans le cadre du New Deal avec la tâche spécifique de rassurer les bailleurs de fonds potentiels en assortissant d'une assurance de paiement les prêts à long terme et à taux fixe des candidats au logement individuel. La Home Owners' Loan Corporation, HOLC, la « Société de prêt des propriétaires de maisons d'habitation », l'avait précédée en 1933 quand elle avait tiré d'affaire un quart des emprunteurs, incapables de faire face à leurs obligations, en leur permettant d'étaler leurs paiements sur trente ans.

La norme, rarement respectée aujourd'hui, suppose que l'acquéreur d'un logement est à même de faire un apport personnel représentant 20 % de son prix d'achat – les calculs hypothétiques des politiciens comme des banques reposent toujours sur ce chiffre conventionnel. Lorsqu'un particulier obtient un prêt en dépit d'un apport d'un montant plus faible, un règlement fédéral veut qu'une assurance couvre la somme qui fait défaut pour atteindre le niveau⁴ des 20 %.

C'est la FHA qui procure cette assurance aux candidats à l'achat de leur premier logement. L'agence intervient donc essentiellement aux stades initiaux du cycle familial, lorsque la capacité du couple à faire un apport en capital personnel est très limitée. La Veterans Administration (VA), qui s'occupe spécifiquement des militaires à la retraite, gère un système parallèle et plus généreux encore puisque l'hypothèque peut alors être obtenue en l'absence de tout apport personnel.

LA « SOCIÉTÉ PROPRIÉTAIRE »

Le gouvernement américain encourage activement ses citoyens à acquérir un logement, et tout un ensemble d'incitations financières dont il est l'origine convergent vers ce but. Une classification simple mais qui opère à ses yeux une distinction efficace entre citoyens de première et de seconde classe est celle qui oppose les *homeowners*,

4. Prenons l'exemple d'un logement valant 500 000 dollars. Les 20 % d'apport personnel se monteraient donc à 100 000 dollars. Or, l'apport réel n'est que de 75 000 dollars, soit 15 % du prix de la propriété. Un emprunt est obtenu, d'un montant équivalant à la différence, soit 425 000 dollars. Une assurance devra être contractée pour couvrir les 25 000 dollars qui font alors défaut.

les propriétaires de leur maison, et les *tenants*, les locataires ; et l'Américain est à tout moment requis par l'administration comme par les firmes privées de se situer par rapport à cette dichotomie. Cela dit, le gouvernement ne se présente jamais comme jouant le rôle d'aiguillon par rapport à cet idéal, mais toujours comme répondant à une demande sociale en ce sens, voire même à un instinct biologique, « territorial », pour chacun d'être le propriétaire d'une maison abritant sa famille.

Le Cato Institute, un groupe d'études anti-étatisme d'extrême droite – bien représenté dans l'entourage immédiat du président Bush –, invoque cet « instinct » de propriété quand il prône les vertus de la *ownership society*, la « société propriétaire », qui est alors définie de la manière suivante : « Le principe central de la *société propriétaire* est que nous avons tendance à prendre meilleur soin des choses dont nous sommes le propriétaire, et c'est à travers celles-ci que notre liberté trouve alors à s'exprimer. Les droits de propriété inspirent aux hommes le sens des responsabilités, les conduisent à traiter autrui dans la dignité et le respect, et à créer de la richesse pour eux-mêmes comme pour autrui. Dans la *Politique* d'Aristote, le philosophe observe que “c'est ce qui appartient en commun au plus grand nombre qui se voit accorder le moins de soin : les hommes pensent à leurs propres biens avant tout, ou seulement à la part qui leur revient individuellement” [...]. La propriété privée rend les marchés possibles et ceux-ci engendrent la prospérité. Les stimulations que la propriété privée génère conduisent les individus à créer de la valeur, précisément parce que la propriété privée leur permet de “capturer” une part de la valeur ajoutée à l'origine de laquelle ils sont. »

Une des initiatives du gouvernement américain en matière de logement s'intitule logiquement l'*American Dream Downpayment Initiative* puisque la propriété de son logement apparaît, d'un point de vue historique, comme l'une des composantes de ce que l'on appelle ici le « rêve américain » : la représentation édénique par l'immigrant de sa terre promise. Précision intéressante apportée par Lendol Calder, auteur de *Financing the American Dream* (« financer le rêve américain »), une histoire du crédit à la consommation aux États-Unis : le désir d'être propriétaire de son logement était bien davantage le souci des immigrants ruraux que des immigrants urbains : 11 %, par exemple, de propriétaires à New York contre

58 % à Toledo dans l'Ohio à la fin du XIX^e siècle⁵. Le rêve américain est essentiellement celui d'un *ranch*, d'une ferme.

Or une politique d'incitation de l'ensemble des ménages à la propriété de leur logement est coûteuse sur deux plans : tout d'abord sur le plan économique, car elle draine les ressources des ménages vers un secteur en réalité moins productif que d'autres ; sur le plan social ensuite, du fait qu'elle contribue à creuser l'écart entre les riches et les pauvres, entre les *homeowners* et les *tenants*. Les élus, eux, mentionnent à l'envi les divers bénéfices indirects qui justifieraient les dépenses consenties dans ce domaine par la collectivité, et parmi ceux-ci : les économies réalisées dans le coût d'entretien des quartiers ; la meilleure éducation des enfants ; la meilleure qualité de la sociabilité de voisinage. Les sociologues ont voulu tester ces postulats. Voici quelques-unes des conclusions auxquelles ils sont parvenus.

Économies réalisées dans le coût d'entretien des quartiers

Les ménages qui sont propriétaires de leur logement seraient plus soigneux que ceux qui en sont seulement locataires. Du coup, les rues, les quartiers, bénéficieraient globalement d'être peuplés par des ménages propriétaires.

Les données récoltées sur le terrain semblent vérifier l'hypothèse : davantage de ressources sont investies dans les logements habités par les ménages qui en sont propriétaires. En conséquence, la dépréciation des bâtiments est plus lente⁶.

Meilleure éducation des enfants

À revenu égal, les enfants dont la famille est propriétaire de son logement feraient des études plus longues que celles qui en sont seulement locataires.

Les enquêtes confirment que les enfants de familles propriétaires sont moins enclins à interrompre leurs études. Richard Green et Michelle White ont mis en évidence, à partir des données du

5. Lendol Calder, 1999, *Financing the American Dream*, Princeton University Press, Princeton.

6. N. Edward Coulson, « Housing policy and the social benefits of homeownership », *Business Review*, 2^e trimestre 2002, p. 7-16.

recensement de 1980, que l'effet est plus marqué dans les familles modestes que dans les familles aisées : le risque d'abandonner ses études au niveau du lycée diminue de 9 % dans les familles au revenu annuel de 10 000 dollars, contre un risque de 4 % moindre lorsque le revenu annuel du ménage est de 40 000 dollars. Le contexte économique général où il faut situer cette observation est évidemment celui d'une scolarité plus poussée pour les enfants des familles les plus fortunées⁷. Les mêmes auteurs constataient que le taux de grossesse involontaire parmi les lycéennes était moins élevé de 2 % (11 %) parmi les enfants de propriétaires que parmi ceux de locataires (13 %).

Un autre chercheur, Donald Haurin, a mis en évidence des faits similaires. Il a trouvé par exemple que les enfants de propriétaires avaient des résultats en mathématique supérieurs de 7 % à ceux des locataires ; le taux de réussite pour la lecture était lui de 6 % supérieur⁸.

Une autre étude réalisée par Haurin et David Brasington et consacrée à l'impact de la qualité de l'enseignement au niveau local sur le prix du logement⁹ offre sans doute indirectement l'explication de certaines de ces différences observées. Tout enfant américain est obligé de se rendre dans une école appartenant au district scolaire dont le domicile familial relève. Or la qualité de l'enseignement public est extrêmement variable aux États-Unis. En conséquence, le district scolaire dont le foyer relève est l'un des facteurs décisifs dans le choix d'une maison pour un ménage ayant des enfants. La décision d'habiter dans un quartier plutôt que dans un autre est souvent expliquée dans cette perspective. Le district scolaire et sa qualité font également partie des toutes premières informations qu'un agent immobilier procure à un candidat à l'achat.

7. Richard Green et Michelle White, « Measuring the benefits of homeownership : effects on children », *Journal of Urban Economics*, 1997, p. 441-61.

8. Donald R. Haurin, Toby L. Parcel et Ruth J. Haurin, *The Impact of Home Ownership on Child Outcomes*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, 2000.

9. Donald R. Haurin et David M. Brasington, *Educational Outcomes and House Values : A Test of the Value Added Approach*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, 2001.

Meilleure qualité de la sociabilité de voisinage

Les résultats des enquêtes sont ici moins probants : les ménages propriétaires se montrent sans doute plus disposés à l'entraide de quartier que les locataires, mais ils sont moins disposés qu'eux à partager leurs loisirs avec leurs voisins¹⁰. Plusieurs facteurs entrent ici en jeu, et en particulier l'âge et le groupe ethnique : les locataires sont plus jeunes que les propriétaires parmi les Blancs, et mieux représentés parmi les Américains noirs et les Latino-Américains que les propriétaires.

LES AIDES À L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Une dynamique avait été amorcée par le dépannage généralisé des emprunteurs durant la Grande Dépression grâce à la fondation d'agences comme la Home Owners' Loan Corporation (HOLC) qui refinançait leurs emprunts sur le long terme, ou la Federal Housing Administration (FHA) qui leur permettait de s'assurer contre le risque de défaillance dans le remboursement de leurs mensualités. La politique s'était révélée payante puisque à la veille de la Seconde Guerre mondiale, 40 % des ménages étaient propriétaires de leur logement, même si celui-ci était alors parfois grevé d'une hypothèque considérable. À partir de là, l'objectif apparut réalisable de faire accéder la totalité des ménages à la propriété en apportant les aides qui donnent un coup de pouce aux aspirants. Entre-temps, la FHA avait fait la preuve de l'efficacité de tels coups de pouce en rassurant les bailleurs de fonds, permettant ainsi aux candidats à la propriété de franchir l'obstacle initial à l'achat d'un premier logement.

Avec le recul que procurent soixante-dix années, on constate que cette politique a essentiellement bénéficié aux membres de la haute bourgeoisie – à laquelle appartiennent bien entendu majoritairement les élus eux-mêmes – en leur permettant d'adopter pour leur propre foyer la politique rentable consistant à investir dans leur logement en étant pratiquement assurés d'une plus-value substantielle au moment où ils le revendent. Il n'est donc pas surprenant qu'ils aient

10. N. Edward Coulson, « Housing policy and the social benefits of home ownership », article cité.

soutenu – comme appartenant au sens commun – l'idée que l'accès à la propriété est une bonne chose en soi, opinion qui débouchait automatiquement sur une politique favorisant financièrement le groupe socio-économique auquel ils appartiennent eux-mêmes.

Le principe selon lequel le prix de l'immobilier résidentiel croît de manière constante s'est vu confirmé de manière générale, à la seule exception notoire du début des années 1990, quand le prix des maisons a baissé pendant quelques années, tout particulièrement en Californie et au Texas. On compte que le gain moyen fut de 2 % par an de 1950 à 1998 et de 5 % de 1998 à 2005. Dans une allocution prononcée en 1999, Alan Greenspan rapportait qu'au cours des cinq dernières années, chaque revente d'un logement s'était concrétisée par une plus-value de 25 000 dollars pour son propriétaire, soit environ 20 % de sa valeur¹¹.

Un tel gain automatique pour ceux qui investissent dans l'immobilier résidentiel a été rendu possible par des injections financières gouvernementales importantes, et cela depuis le New Deal rooseveltien. Ces aides consistent en un ensemble de subventions directes et indirectes consenties par le gouvernement américain soit à partir de ses fonds propres, c'est-à-dire grâce à l'argent des contribuables, soit en invoquant sa garantie, c'est-à-dire en laissant entendre qu'il interviendrait en cas de difficultés financières – ou encore, comme on le verra, en s'abstenant de démentir cette éventualité lorsqu'elle est évoquée publiquement. Les principales composantes de cette aide sont les suivantes : la non-imposition des intérêts payés sur un prêt hypothécaire (qu'il s'agisse du « premier lien » permettant l'achat du logement ou de « seconds liens », c'est-à-dire de mises en gage additionnelles du logement) ; la détaxation du profit réalisé sur la vente de maisons d'habitation (pour autant qu'il soit inférieur à un montant plafonné) ; l'aide apportée au versement de l'apport personnel (soit au niveau fédéral, soit grâce à diverses initiatives locales ou à des œuvres charitables) ; l'organisation par l'État d'un second marché pour les prêts hypothécaires grâce à la mise en place, au soutien, à la gestion ou à la simple supervision, d'organismes para-étatiques (les *government*

11. Alan Greenspan, *Mortgage Markets and Economic Activity*, remarks by Chairman Alan Greenspan before a conference on Mortgage Markets and Economic Activity sponsored by America's Community Bankers, Washington, D. C., 2 novembre 1999.

sponsored entities) ; le statut dit de « chapitre 13 » de faillite personnelle qui permet aux individus d'apurer leurs dettes en évitant la saisie de leur logement.

Ces divers subventionnements, comme toute mesure fiscale qui n'est pas progressive, favorisent les plus nantis puisque les sommes en jeu sont forfaitaires¹². De surcroît, des dépenses qui, en chiffres absolus, apparaissent faibles aux yeux des plus riches peuvent néanmoins être à l'origine de difficultés financières majeures pour les moins favorisés lorsqu'ils sont obligés d'y faire face. Les deux sous-populations de consommateurs qualifiés de *prime* et *subprime* – c'est-à-dire « de première qualité » et « de qualité inférieure à la première » – que le marché américain du crédit personnel a spontanément distinguées correspondent à cette dichotomie entre ceux qui bénéficient du système de subventionnement et ceux pour lesquels il accroît l'étendue de leurs difficultés. Je traiterai plus loin de cette dimension du problème.

Détaxation des intérêts versés sur les prêts hypothécaires

L'aide gouvernementale au logement intervient principalement au niveau du système de financement réglant l'achat d'une maison dans le cas le plus courant, à savoir lorsque l'acheteur doit préalablement obtenir un prêt.

Le prêt au logement américain prend la forme d'une hypothèque sur l'habitation acquise par l'emprunteur, les murs servant de gage au montant avancé. Le contrat porte le nom français de « mortgage ». Dans quelques rares États américains, la maison sur laquelle porte l'hypothèque demeure la propriété du bailleur de fonds. Mais dans la majorité des États, le propriétaire est l'emprunteur, tandis que le prêteur possède un « lien » sur les bâtiments (ici aussi, c'est l'expression française qui est utilisée) à hauteur du montant du prêt.

Dans la formule la plus courante du *mortgage*, son principal n'est pas remboursé d'un bloc à l'échéance mais de manière progressive

12. Une taxe sur les dépenses d'électricité a été introduite en janvier 2006 en Californie. Elle permettra de subventionner l'installation de panneaux solaires sur le toit des logements. La mesure touche l'ensemble des consommateurs d'électricité tout en ne bénéficiant qu'à ceux d'entre eux qui sont propriétaires d'une maison individuelle.

(avec amortissement) selon le principe dit de l'« annuité¹³ ». Le mécanisme implique que les paiements initiaux sont essentiellement des flux d'intérêts accompagnés de remboursements très modestes du principal. À mesure toutefois que la somme encore due décroît, le paiement des intérêts baisse en proportion et la mensualité de montant constant contient – à une vitesse qui s'accélère – une part croissante du principal.

En principe, si l'emprunteur manque à ses engagements, s'il fait défaut sur trois paiements mensuels successifs, le logement est saisi (*foreclosure*) puis vendu, et le bailleur de fonds récupère la part qui lui est due sur le montant de la vente.

Depuis la promulgation du code de 1913 (il n'existait pas auparavant de législation financière au niveau fédéral), les intérêts versés sur un prêt au logement sont détaxés¹⁴ ; autrement dit, leur montant peut être défalqué du revenu imposable. La mesure portait à l'origine sur les intérêts de toute nature, mais l'exonération ne touche plus aujourd'hui que les prêts fonciers. Le bénéfice de cet avantage, en termes absolus pour un ménage, dépend de la tranche d'impôts dans laquelle il se situe et ce sont donc les catégories les plus touchées par l'impôt qui bénéficient le plus de cette détaxation. Au bas de l'échelle économique, dans les tranches de revenus trop faibles pour être imposables, ce privilège ne joue pas et les plus défavorisés sont privés d'une subvention par ce biais.

L'hypothèse même que les moins nantis puissent devenir propriétaires de leur logement peut paraître inattendue pour le lecteur européen ; elle est toutefois considérée comme valide dans le contexte américain. Ce même lecteur ne sera pas surpris d'apprendre que ce sont cependant ces populations-là précisément qui connaissent des déboires sans fin quand d'aventure elles tentent d'accéder à la propriété de leur logement.

L'aide qui découle de cette détaxation joue principalement sur la période initiale du *mortgage* puisque, comme on vient de le voir,

13. Les paiements mensuels versés par l'emprunteur comprennent chacun une part de principal et une part d'intérêts. Ces derniers sont calculés selon un taux fixe appliqué à la part de principal non encore remboursée. Le versement mensuel, d'un montant qui demeure invariable sur les quinze ou trente années du prêt, est calculé de telle sorte qu'à l'échéance, au dernier mois des quinze ou trente années sur lesquelles s'échelonne le contrat, la tranche finale du principal restant due est remboursée.

14. La mesure a un plafond et ne s'applique pas à la partie de l'emprunt qui dépasserait un million de dollars.

c'est à ce moment-là que les intérêts constituent la majeure partie de la mensualité, la part qui constitue un remboursement de la somme prêtée devenant progressivement plus importante par la suite.

Ce subventionnement par l'impôt est souvent mentionné comme la source principale du surinvestissement des ménages dans leur logement et, du même coup, de l'inflation au fil des années du prix des habitations. Le capital utilisé à gonfler cette bulle financière est diverti d'activités plus productives mais ne bénéficiant pas du même avantage fiscal. Une étude publiée en 1998 considérait que l'impact négatif annuel de cette détaxation sur le produit national brut américain était de 200 milliards de dollars¹⁵. En 2004, l'économie réalisée par les propriétaires représentait 61,5 milliards de dollars.

Détaxation du profit réalisé sur la vente des logements

Selon que la vente d'un logement est déclarée par un individu seul ou par un couple faisant une déclaration d'impôt conjointe, les premiers 250 000 ou 500 000 dollars de profit sur la vente d'une maison d'habitation sont exonérés d'impôt. Les taxes foncières versées au niveau local, la taxe au niveau de l'État et la taxe municipale, sont également non imposables au niveau fédéral.

En 2001, la somme totale des avantages fiscaux consentis aux propriétaires était de 121,2 milliards de dollars dont 20,3 milliards (17 % du montant total) étaient attribuables à la détaxation du profit réalisé sur la vente. La détaxation des intérêts payés sur les *mortgages* et la détaxation au niveau de l'impôt sur le revenu fédéral des impôts locaux sur le logement représentaient ensemble 87 milliards de dollars (72 % du montant total).

Aides à l'apport personnel

On l'a vu, la Federal Housing Administration (FHA) vient en aide aux candidats à la propriété de leur premier logement en leur offrant l'assurance qui couvre la part d'apport personnel qui manque pour constituer 20 % du prix de l'habitation. Il existe aussi d'autres initiatives fédérales et locales au niveau des États ou des municipalités qui vont dans le même sens.

15. Lori Taylor, « Does the United States still overinvest in housing ? », *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, 2^e trimestre 1998, p. 10-18.

L'initiative (déjà signalée) du président George W. Bush, l'*American Dream Downpayment Initiative*, signée par lui en 2003, constitue un fonds de 200 millions de dollars par an destiné à aider l'achat de logements par de nouveaux candidats en leur fournissant l'apport personnel. Dans bien des cas, les municipalités contribuent aussi à ce programme en offrant des sommes forfaitaires de quelques milliers de dollars utilisables à cet effet. Il ne s'agit pas là d'avances car la somme ne doit pas être remboursée ; le ménage doit cependant s'engager à ne pas revendre son logement pendant un certain nombre d'années. Des initiatives semblables ont été prises par des associations ou des œuvres de bienfaisance. Ainsi, la Nehemiah Corporation procure la totalité de l'apport personnel sans obligation de remboursement. Elle obtient son propre financement de promoteurs qui construisent de nouveaux logements, voire même du vendeur du logement que l'apport personnel contribue à acquérir. On comptait en 2002 que 3 % des apports personnels provenaient de telles sources¹⁶.

Le système de subventionnement

Dans l'esprit du public, le subventionnement du secteur du logement est essentiellement l'œuvre de Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae, ces fameuses *government sponsored entities* (GSE), « entités patronnées par le gouvernement ». Il s'agit de compagnies de statut mixte, partiellement publiques, partiellement privées.

La Federal Housing Administration, la FHA, a été fondée en 1934. Quatre ans plus tard, en 1938, le gouvernement créait cette fois la Federal National Mortgage Association (FNMA, ou « Fannie Mae », un surnom composé à partir de ses initiales) afin d'assurer un marché secondaire – un marché d'achat et de revente entre organismes financiers – aux prêts assurés par la FHA. Trente ans plus tard, en 1968, l'agence sera dédoublée, Fannie Mae sera partiellement privatisée tandis que son activité consacrée aux programmes spéciaux d'assistance reviendra à la Government National Mortgage Association (GNMA ou « Ginnie Mae ») qui demeurera une agence d'État au sein du ministère américain du Logement, l'US Department

16. Patrick Barta et Sook Kim Queena, « Home buyers' down payments are now paid by some builders gifts funneled via charities help ownership but also draw criticism as high-default risk », *The Wall Street Journal*, 10 décembre 2002.

of Housing and Urban Development (HUD). Ginnie Mae s'occupe spécifiquement des prêts bénéficiant de l'assurance procurée par la FHA et de ceux consentis par l'intermédiaire du Department of Veterans Affairs (VA) et de la Farmers Home Administration (FMHA), l'administration au Logement des agriculteurs.

Manœuvre classique, alors que le coût de la guerre du Viêt-nam montait en flèche, le président Lyndon Johnson approuvait la décision de privatiser Fannie Mae afin d'exclure la dette relative au prêt au logement du budget du gouvernement fédéral. En 1970, le gouvernement créait une autre agence aux objectifs pratiquement identiques à ceux de Fannie Mae, la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou « Freddie Mac »), l'accent étant cependant mis cette fois sur la titrisation de la dette immobilière des ménages sous la forme de *mortgage-backed securities*, de « titres adossés à un prêt hypothécaire ». Cette titrisation consiste pour un organisme financier à rassembler de vastes collections de ces prêts et à les emballer quelques milliers à la fois sous forme d'obligations. Les investisseurs qui y souscrivent reçoivent, sous une forme standardisée, les mensualités versées par les emprunteurs à mesure que celles-ci parviennent à l'organisme qui gère (*servicing*) l'obligation en question. La titrisation des prêts hypothécaires est à l'origine d'un nouveau marché financier, coté en Bourse, parallèle à celui des obligations d'État.

J'ai déjà mentionné à de nombreuses reprises ces deux *government sponsored entities*, Fannie Mae et Freddie Mac, en rapport en particulier avec leurs déboires en matière de comptabilité. Rappelons qu'en termes de capitalisation, elles sont parmi les toutes premières entreprises des États-Unis : Fannie Mae est numéro 2, Freddie Mac vient au cinquième rang. Selon la Réserve fédérale, elles possèdent ou garantissent à elles deux des prêts hypothécaires pour un montant de 4 000 milliards de dollars, soit plus de 75 % de la dette existant sur les résidences individuelles.

Le portefeuille de *mortgages* de Fannie Mae – de prêts hypothécaires sur des maisons d'habitation individuelles – est le plus important des États-Unis et se montait à la fin d'octobre 2004 à 913,2 milliards de dollars. Dix ans plus tôt ce portefeuille était de 189,9 milliards de dollars, il a donc augmenté de 380 % au cours de cette décennie. À la même date, Fannie Mae avait en circulation 940 milliards de dollars en obligations qu'elle avait émises, ainsi

que des titres adossés à des *mortgage-backed securities* pour un montant de 1 360 milliards de dollars. Le portefeuille de Freddie Mac se montait pour sa part à 660,3 milliards de dollars au début de l'année 2005.

Les subsides directs reçus par ces deux agences se montaient en 2001 à 10,6 milliards de dollars. Les GSE sont assujetties à des contraintes définies par l'HUD, le ministère américain du Logement, quant à la manière dont elles doivent allouer ces subsides. Le ministère fixe ses objectifs en les axant spécifiquement sur trois sous-groupes de candidats à des prêts : les « emprunteurs à bas revenus », définis comme la moitié de la population dont les revenus sont inférieurs au niveau médian régional, les « emprunteurs à très bas revenus » définis comme ayant des revenus inférieurs à 60 % de la médiane régionale, et, enfin, les emprunteurs habitant une zone soit majoritairement à bas revenus soit majoritairement habitée par des minorités ethniques.

Les objectifs en 2004 étaient les suivants : 50 % des logements financés par Fannie Mae et Freddie Mac devaient avoir pour propriétaires des « emprunteurs à bas revenus » ; au moins 20 % de ces logements devaient appartenir à des « emprunteurs à très bas revenus » ; enfin, 31 % des logements financés par les deux GSE devaient être situés dans des zones définies comme à bas revenus ou comme majoritairement habitées par des minorités.

En novembre 2004, ces mêmes objectifs étaient revus à la hausse par le gouvernement : Fannie Mae et Freddie Mac devaient progresser par palier et atteindre en 2008 les niveaux respectifs de 56 %, 27 % et 39 % au lieu des 50 %, 20 % et 31 % en vigueur jusque-là. En mai 2005, le Congrès adoptait un projet de loi visant à étendre encore l'aide à l'accession à la propriété des familles à revenus modestes fournie par les deux agences : 5 % de leur profit net annuel devrait à terme être consacré à de telles initiatives, soit sur la base de leurs revenus en 2003, 600 millions de dollars par an.

La faillite personnelle de « chapitre 13 »

Les États-Unis possèdent un régime très libéral de faillite personnelle. La formule la plus courante, dite de « chapitre 7 » (70 % bon an mal an des faillites personnelles sur la période 1990-2004), dite aussi de « liquidation », partage les actifs de l'individu en

faillite entre ses créanciers au prorata de leur créance. Ses dettes ainsi effacées, le candidat se voyait offrir la possibilité de littéralement repartir de zéro. Mais cette loi a été révisée dans une perspective moins libérale en avril 2005, et j'y reviendrai lorsque j'examinerai plus en détail le surendettement des ménages.

La faillite de « chapitre 13 » (30 % environ des faillites personnelles sur la période 1990-2004), dite d'« ajustement des dettes d'un individu aux revenus réguliers », est plus contraignante : elle oblige le candidat à ce statut à proposer une réorganisation de ses dettes sur trois à cinq ans. La cour lui assigne un administrateur qui veille à l'application du plan et qui constitue également pour lui un recours durant cette période contre tout créancier qui le harcèlerait. Le statut de « chapitre 13 » lui permet aussi d'éviter la saisie de certains de ses biens et notamment de son logement. Pour ce qui touche à celui-ci, il lui faudra apurer l'ensemble des arriérés des cinq dernières années et ne faire défaut dans aucun des paiements à venir.

En progression régulière, le nombre des faillites personnelles de « chapitre 13 » aux États-Unis a plus que doublé depuis 1990, passant de 208 666 à 445 547 en 2004.

L'État-providence aux États-Unis

On entend souvent dire que l'Américain rejette toute notion d'un État-providence et on affirme que ce refus résulterait d'une sorte d'anarchisme de base, du soupçon que toute manifestation de l'État (entendu ici comme le gouvernement au niveau fédéral) cache une volonté de prendre à sa place des décisions qui le touchent et qui ne devraient dépendre que de lui. La communauté libertarienne de Waco de même que l'attentat perpétré à Oklahoma City en 1995 par Timothy McVeigh pour venger les morts qui marquèrent la fin tragique de son siège deux ans plus tôt ne seraient que les manifestations extrêmes d'un sentiment en réalité très répandu parmi le public américain. On vient pourtant de voir que la présence de l'État-providence est massive dans le domaine de l'immobilier résidentiel. Depuis plus de soixante-dix ans, le gouvernement joue un rôle actif et dispense ses largesses dans ce secteur sans que nul n'y trouve à redire. Il y aurait là alors l'apparence au moins d'un paradoxe. À moins bien entendu que des différences culturelles n'expliquent pourquoi les Européens sont heureux de voir l'État-providence intervenir dans tel domaine, et les Américains dans tel autre.

C'est en réalité de cela qu'il s'agit, et pour le comprendre, il faut d'abord penser à la composition différente des deux populations. La « classe moyenne » européenne est urbaine dans ses comportements depuis le Moyen Âge : on l'appelait autrefois « bourgeoisie » pour cette raison même. La *middle class* américaine est au contraire essentiellement d'origine rurale et a conservé de ce milieu ses *habitus*. Les traces de cette origine rurale se retrouvent partout, jusque dans le plan de la maison idéale, avec sa cuisine immense,

opulente, occupant la place maîtresse de l'habitation familiale – comme dans la ferme européenne où cette disposition résultait de l'optimisation du chauffage des hommes et des bêtes. Voilà le contexte au sein duquel il faut se représenter en premier lieu la différence entre ces deux cultures.

On se souvient que, reprenant un vieux rêve du socialisme utopique, Alphonse Allais proposait que, pour le bonheur de tous, on bâtit les villes à la campagne. Cet idéal, apparemment contradictoire, les Américains l'ont réalisé, et deux termes locaux le résument très bien : le *suburb* et l'*urban sprawl*. D'un côté, des villes au centre minuscule constitué de bureaux et déserté dès 17 heures ; de l'autre, une banlieue pavillonnaire couvrant parfois, comme à Los Angeles, plusieurs milliers de kilomètres carrés : le *suburb*, accompagné de ses dépendances – supermarchés, *fast-food*, stations-services, concessionnaires automobiles, carrossiers, quincailleries, magasins de mobilier de jardin et de plantes décoratives ; et l'*urban sprawl* : l'étalage, l'épandage urbain, c'est-à-dire la zone. Le résultat, c'est une culture de la voiture et une dépendance tragique pour le pays vis-à-vis des gisements pétroliers, source – d'un point de vue historique – d'une nervosité qui conduit à l'imprudence impétueuse et a généré, comme on le sait, chacune des erreurs politiques majeures des États-Unis¹.

Conséquence de la persistance d'une perspective rurale, le cadre de référence de l'Américain demeure en toutes circonstances celui de la *paroisse*². Il reconnaît au « nous » deux échelles : la seconde, c'est celle des États-Unis tout entiers (« nous, les Américains »), mais la première, c'est bien celle du village, voire du hameau, transposée ici au *block*, au pâté de maison, chacun d'eux ayant une

1. Aux premiers temps de mon immigration, je m'étais posé un jour cette question naïve : pourquoi situer un excellent restaurant au milieu d'un parking ? La raison en était simple en réalité : parce qu'un trajet en voiture était le seul moyen d'y accéder.

2. Max Weber avait fort bien noté, comme le rapporte Stephen Kalberg, « la généralisation des valeurs de la congrégation en quartiers sécularisés » (cf. Stephen Kalberg, « Tocqueville and Weber on the sociological origins of citizenship : the political culture of American democracy », *Citizenship Studies*, vol. 1, n°2, juillet 1997, p. 212). Le rôle central joué dans la vie quotidienne des Américains par les associations civiles – déjà noté par Alexis de Tocqueville avant Max Weber – s'explique par cette persistance de la paroisse comme espace de référence premier (cf. Kalberg, p. 209-216).

identité propre quant au niveau de la fortune et à l'identité ethnique, et dont l'avatar ultime est la *gated community*, le quartier érigé en forteresse, entouré d'un mur, et dont l'accès est réglé par un agent de sécurité armé. Le pâté de maison n'est-il pas en effet l'unité sociale idéale pour un pays constitué d'une mosaïque de populations d'origines diverses : le *melting-pot*, le creuset où la chaleur fait que les éléments disparates finissent par se confondre³ ?

L'attachement aux valeurs paysannes fut en son temps fort bien résumé par le genre du western et les valeurs morales qu'il véhicule – on pense en particulier à la défense rapprochée des biens passant avant celle des personnes. La priorité de la ferme, ici le *ranch*, sur les fermiers s'exprime de cette manière⁴ : la nécessité d'assurer la survie sur le long terme de l'unité économique, dont il est essentiel que les exigences priment sur celles des créatures éphémères que sont les individus. D'où aussi aux États-Unis cette obsession de constituer un *estate*, des biens mobiliers et immobiliers à transmettre à ses enfants : métaphore de la ferme, survivance rurale dans un monde urbanisé qui singe la campagne.

Et c'est cet enracinement dans des attitudes rurales qui explique l'apparent anarchisme de base que j'ai mentionné pour commencer. Pour les sociétés paysannes, l'État mis en place par les gens des villes a succédé historiquement aux bandes pillardes qui les parasitaient auparavant, elles, des populations aux mœurs paisibles sinon pacifiques. L'État exigeait l'impôt qui lui permettait de mettre en œuvre des politiques aux ambitions collectives, mais dont les résultats tangibles n'étaient jamais clairement perçus par les habitants des campagnes. Aussi, l'État fédéral américain reste assimilé par ses citoyens à l'ancienne puissance coloniale britannique, qui percevait des taxes dont le bénéfice était essentiellement réservé à d'« autres », ailleurs : *taxation without*

3. Il suffit pour s'en convaincre d'assister à un match du sport national – et il vaudrait mieux dire en fait de « participer » à un match de base-ball : on va s'acheter à manger, on se promène, on va discuter avec des connaissances qui sont assises à l'autre bout du stade ; on ne consacre qu'une attention distraite à ce qui se passe dans l'arène, et les joueurs eux-mêmes au centre du terrain partagent la nonchalance ambiante. C'est une fête villageoise et non un spectacle tel un jeu romain conçu pour permettre à une populace citadine de déverser sa rancœur et de libérer du même coup un trop-plein d'énergie qui pourrait sinon se révéler funeste.

4. Tel le lynchage des voleurs de bétail par des bandes de justiciers improvisés dans l'ancien Ouest.

representation, pour reprendre les termes exacts dans lesquels le grief s'est exprimé.

Dissimuler, ne pas comprendre ce qu'on vous veut, ou du moins le prétendre, autrement dit la « rouerie », fait partie des vertus paysannes. Un compliment souvent entendu en Amérique durant la première présidence de George W. Bush était qu'« il est moins bête qu'il n'en a l'air ». Un tel trait de caractère passerait difficilement pour une qualité au sein d'une culture de tradition urbaine, mais aux yeux d'une population encore acquise aux valeurs rurales, le compliment est de taille : il sait, dit-on de lui, comment rouler quiconque pourrait apparaître au premier abord comme plus malin ; autrement dit, il incarne le mode de résistance traditionnel qu'ont opposé les campagnes aux villes.

De manière symptomatique, tout au début de son premier mandat, le président Bush a solennellement déclaré qu'« afin de conserver la ferme dans la famille, nous allons nous débarrasser de la *death tax* (l'impôt sur les successions) ». Selon David C. Johnston, l'auteur d'un ouvrage populaire sur le système fiscal américain, l'American Farm Bureau Federation ne découvrit dans ses archives qu'un seul cas tombant dans cette catégorie⁵. La taxe visait les grandes fortunes bien davantage que les fermiers.

C'est à l'occasion d'une crise majeure que l'État-providence est apparu en force aux États-Unis : lorsque la nation, incapable de se relever à la suite du krach boursier de 1929, accepta en 1933 le programme du New Deal⁶ instauré par Franklin D. Roosevelt dans les premiers cent jours de sa présidence, avec la mise en place d'un système de sécurité sociale, d'une agence de l'emploi, d'une politique de grands travaux et de l'équivalent d'une planification de l'agriculture et de l'industrie.

En 1932, après trois ans de dépression économique sévère, le capitalisme américain semblait avoir fait la preuve de son inaptitude à faire face à la déliquescence de son secteur financier et de son économie, et une fraction importante du public se demandait si le socialisme – voire le communisme – ne constituait pas une

5. David Cay Johnston, 2003, *Perfectly Legal. The Covert Campaign to Rig our Tax System to Benefit the Super Rich – and Cheat Everybody Else*, Penguin Books, New York, p. 73.

6. Le New Deal doit son nom à un passage du discours inaugural de Roosevelt qui évoquait « une nouvelle donne (*new deal*) pour le peuple américain ».

alternative préférable à la misère ambiante. Malgré le travail de sape d'une Cour suprême conservatrice, un État-providence social-démocrate se mit en place. Le New Deal changera de visage en 1941 quand il se transformera progressivement en industrie de guerre. Lorsque le Japon capitula en 1945, les États-Unis étaient à nouveau prospères.

Depuis 1945, l'État-providence social-démocrate opère une retraite constante aux États-Unis, accélérée par les administrations républicaines et freinée par celles qui sont démocrates. Son cadre demeure cependant présent sous la forme de la *Social Security* (un programme de pension plancher) et de *Medicare* (une assurance-maladie plancher à l'intention des retraités), et plus particulièrement, et comme je vais l'expliquer maintenant, dans le domaine de l'immobilier résidentiel.

S'il existe bien un sentiment anti-étatique viscéral aux États-Unis, ce qui irrite l'Américain en réalité, ce n'est pas tant, comme on vient de le voir, l'État-providence que les largesses du gouvernement dont bénéficierait une partie de la population en laquelle il ne se reconnaîtrait pas ; et c'est pourquoi les « paresseux » – suivez mon regard – constituent l'exemple même d'un de ces groupes qui fait l'unanimité contre lui, alors qu'au contraire les fermiers trouveront toujours grâce à ses yeux. Aussi, lorsque l'État-providence dispense aujourd'hui ses largesses aux deux tiers des ménages qui sont propriétaires de leur logement, les protestataires se limitent aux partisans de l'État « veilleur de nuit ». Ce courant, bien représenté parmi les chroniqueurs du *Wall Street Journal*, faisait ainsi connaître sa réprobation dans un éditorial publié dans le quotidien en décembre 2004 : « Le gouvernement a créé Fannie Mae comme un véhicule pour accroître l'accès à la propriété résidentielle, un but louable s'il en fut, mais le moment est venu de mettre à la retraite le modèle quasi public où l'on dispense le bien au niveau des masses⁷. »

Il existe à la question une deuxième dimension, que l'on confond souvent, vu de l'étranger, avec la première, c'est celle de la forme que prennent les interventions de l'État-providence. Son action est très bien acceptée, voire même la bienvenue, lorsqu'elle n'émane pas d'un organisme gouvernemental. L'opinion commune est en

7. « Fannie turns a page », *The Wall Street Journal*, 23 décembre 2004 (éditorial non signé).

effet qu'une telle structure est nécessairement inefficace et que toute tâche, y compris celles qui sont le propre d'un État-providence, est mise en application de manière plus efficace par une société du secteur privé.

Cette préférence a trouvé sa confirmation patente dans les premiers subsides débloqués à la suite du cyclone Katrina en septembre 2005, avec la carence flagrante des organismes publics au premier rang desquels la FEMA (Federal Emergency Management Agency), l'agence fédérale de gestion des urgences, dont il apparut rapidement que la paralysie dans les jours qui suivirent immédiatement les inondations à la Nouvelle-Orléans avait deux sources : les coupes sombres dans son budget subies sous les administrations Bush et le fait que son directeur était un « copain », appartenant à l'entourage immédiat du président et sans compétence particulière dans le domaine des interventions d'urgence. Le réveil est cependant pénible quand, comme ce fut le cas au printemps 2006, la presse rapporte dans le détail la gabegie et la corruption auxquelles ont donné lieu l'attribution à des sociétés privées de contrats pour la reconstruction, ici de l'Irak, là de la Nouvelle-Orléans...

Il ne faut pas exclure cependant que cette représentation négative des organismes gouvernementaux résulte aux États-Unis d'un simple fait d'observation. Lorsque l'on a affaire en tant que particulier à une administration, on est en effet souvent surpris devant une inefficacité très inhabituelle par ailleurs dans le contexte américain, et on a le sentiment que ce qui distingue ses employés est probablement le fait qu'ils n'ont pas pu trouver d'entreprise privée disposée à s'assurer leurs services... Les administrations semblent ainsi jouer le rôle de voiture-balai en assurant un emploi à ceux qui ne sont pas les bienvenus dans le secteur privé. Comme toujours alors, les Américains supposent que, si les services gouvernementaux se distinguent aux États-Unis par leur incurie, il doit nécessairement en aller de même absolument partout, toute institution existant ici, selon eux, sous sa forme la plus avancée : l'éditorial du *Wall Street Journal* déjà mentionné conclut que « Fannie Mae – une firme à la page, semi-privée, opérant sous le patronage de politiciens – est le type même d'institution que l'on s'attend encore à trouver dans un pays comme la France. Elle est tout à fait inappropriée dans une économie moderne, comme ici aux États-Unis ».

Il y a bien entendu des hauts fonctionnaires de grande qualité aux États-Unis, mais sans que la notion en aille pour autant de soi : il n'existe pas dans le pays de préparation spécifique au rôle de serviteur de l'État telle qu'elle est assurée en France par l'École nationale d'administration et par les grandes écoles dans leur ensemble. C'est au contraire le monde des affaires qui constitue ici la voie royale vers la haute administration et ce sont les *business schools* qui y préparent⁸. Le résultat en est le plus souvent – et John Foster Dulles en fut dans les années 1950 l'exemple le plus consommé – une administration fédérale qui se contente d'entériner les objectifs de la chambre de commerce⁹.

En conséquence, l'État-providence se réalise ici par le truchement des entreprises qui en ont le mandat, la garantie qu'elles réalisent cet objectif étant la mission confiée à un organe de tutelle qui les supervise à cet effet. Comme on a pu le voir à propos de la politique américaine du logement – et comme on peut d'ailleurs s'y attendre *a priori* –, la double tâche d'atteindre les objectifs définis par l'État fédéral et de satisfaire le souci de rentabilité réclamé par les actionnaires constitue une quadrature du cercle.

LA QUADRATURE DU CERCLE : LES *GOVERNMENT SPONSORED ENTITIES*

Le domaine du logement est donc l'un des lieux de prédilection de l'État-providence aux États-Unis et le subventionnement du prêt au logement constitue le point d'articulation de ses interventions. Son retrait progressif du système de protection sociale et la délégation de ce dernier au secteur privé sont la source de contradictions qui constituent autant de zones de vulnérabilité dans la structure

8. La recette ne marche pas à tous les coups, comme en fit la preuve une épopée qui s'est déroulée à l'université d'Harvard à Boston et s'est conclue en 2006 quand son président, issu du milieu des affaires, a remis sa démission. Les avis diffèrent sur ce qui s'est réellement passé : était-ce ses commentaires d'une autre époque sur l'incapacité des femmes à occuper des positions de haut rang dans les carrières scientifiques ? ou bien son désir de gérer Harvard à la manière « moderne » d'une entreprise ? Quoi qu'il en soit, les commentateurs conclurent que certaines mauvaises manières qui font le charme des dirigeants de grandes entreprises ne sont pas acceptables partout...

9. Voir Stephen Kinzer, 2006, *Overthrow : America's Century of Regime Change from Hawaii to Iraq*, Times Books, New York.

du capitalisme américain. Le meilleur exemple en est fourni par les ambiguïtés qui affligent les deux *government sponsored entities* que sont Fannie Mae et Freddie Mac.

On a vu qu'en novembre 2004, les objectifs en matière d'aide au logement de ces deux agences avaient été revus à la hausse par le gouvernement : il leur a été enjoint de les faire croître par palier pour atteindre en 2008 les niveaux de 56 % pour les habitations ayant pour propriétaires des « emprunteurs à bas revenus », 27 % pour celles ayant des « emprunteurs à très bas revenus » et 39 % pour celles situées dans des zones définies comme à bas revenus ou comme étant majoritairement habitées par des minorités, au lieu des quotas en vigueur jusque-là, soit respectivement 50 %, 20 % et 31 %.

Dans un premier temps, l'HUD, le ministère américain du Logement, avait fixé ces chiffres 1 % plus haut que dans la version finale pour chacun de ces trois objectifs, provoquant immédiatement une très vive réaction des deux GSE qui déclarèrent avec indignation que ces nouveaux seuils les obligeraient à réduire leur activité sur les marchés (plus lucratifs) de la classe moyenne aisée. Fait significatif, trois associations importantes sont venues aussitôt les soutenir : la National Association of Home Builders (l'Association nationale des promoteurs immobiliers), la National Association of Realtors (l'Association nationale des agents immobiliers) et la Mortgage Bankers Association (l'Association des banques de prêt au logement). Leur argument commun consistait à affirmer que toute extension d'une politique de « logements à des prix accessibles » (*affordable housing*) risquait d'avoir des conséquences « inattendues » susceptibles « de se retourner contre ceux-là mêmes qu'elle vise à aider ». Toutes s'insurgeaient en réalité contre l'obligation de devoir servir une clientèle moins aisée, ce qui signifierait automatiquement pour elles une réduction de leurs profits.

On a pu donc ainsi constater que, quand ces agences se voient confrontées aux objectifs sociaux qui leur sont assignés, elles rechignent à les réaliser, voire même jouent de leurs relations pour les faire revoir à la baisse, et cela tout simplement parce que ces buts *collectifs* vont à l'encontre de leurs objectifs commerciaux bien compris qui les orientent vers un secteur plus fortuné de la population.

La méthode la plus immédiate pour réunir les fonds requis par leurs initiatives en matière de « logements à des prix accessibles » consiste pour les GSE à financer leurs opérations de titrisation de

mortgages en émettant des obligations appelées *mortgage revenue bonds* (MRB). L'une des manières dont Freddie Mac a rempli ses obligations en 2003 a fait sourciller le gouvernement l'année suivante. L'agence avait conclu un contrat inhabituel avec Washington Mutual, la sixième banque des États-Unis : Freddie Mac avait versé à la banque 100 millions de dollars en échange du droit de garantir et de titriser les prêts hypothécaires de 8 000 HLM, une opération évaluée à 6 milliards de dollars. La transaction était tout à fait inhabituelle du fait qu'ordinairement, c'est la compagnie qui réalise la titrisation qui est rétribuée sous la forme de commissions qu'elle perçoit sur les paiements qu'effectuent au fil des années les bénéficiaires des prêts au logement. Or, dans ce cas exceptionnel, les 100 millions versés par Freddie Mac à Washington Mutual constituaient une compensation offerte à la banque en échange d'une promesse faite par celle-ci de racheter ultérieurement ces *mortgages*; la promesse de rachat prenait la forme contractuelle d'une option sans pénalités donnant à la banque le droit de récupérer ultérieurement les prêts. La finalité de la stratégie était parfaitement claire : elle permettait à Freddie Mac de remplir pour l'année en cours ses obligations vis-à-vis du gouvernement en matière d'habitations « à prix accessible » tout en lui offrant la possibilité de se défaire de cette transaction l'année suivante¹⁰.

L'anecdote attire l'attention sur les contradictions qui résultent, pour une compagnie mixte, du fait qu'elle doit servir deux maîtres : l'administration qui lui fixe des objectifs en accord avec la politique sociale du gouvernement et ses actionnaires qui lui prescrivent de concentrer ses efforts dans sa zone de profit maximal.

Une situation toute particulière résulte par ailleurs du fait que les deux agences bénéficient toujours d'une aura gouvernementale, en dépit de leur privatisation. Le public a le sentiment qu'en raison du rôle clé que Fannie Mae et Freddie Mac jouent dans un secteur aussi crucial du point de vue social et économique que celui du logement, le gouvernement viendra nécessairement à leur secours si un pépin survient. Cette garantie constitue pour ces agences une aide indirecte dans la mesure où elle leur permet d'avoir accès sur le marché financier à des taux privilégiés pour les emprunts qu'elles contractent elles-mêmes : elles bénéficient de fait du statut

10. Fannie Mae s'est elle aussi rendue coupable d'opérations de ce genre, elle aussi avec Washington Mutual.

« AAA » du gouvernement fédéral américain ; autrement dit, elles sont censées être à l'abri de toute défaillance et ne représenter aucun risque pour les parties avec lesquelles elles traitent. En raison de leur statut mixte, une part considérable de cette aide cachée se trouve en réalité transférée à leurs actionnaires et à leurs dirigeants, sans retombées significatives pour ceux qui devraient en être les bénéficiaires naturels, à savoir les consommateurs ayant hypothéqué leur logement afin de pouvoir accéder à sa pleine propriété.

Alan Greenspan a jeté un pavé dans la mare en février 2004 quand il a attiré l'attention du public sur les travaux d'un de ses collaborateurs à la Réserve fédérale, Wayne Passmore, qui avait calculé la valeur de cette aide indirecte et la portion qui se trouvait détournée vers les actionnaires et les dirigeants de Fannie Mae et Freddie Mac¹¹. En décembre de la même année, Passmore révisait ses chiffres. Selon le chercheur, la garantie implicite du gouvernement dont les deux GSE bénéficient valait pour l'année écoulée entre 122 et 182 milliards de dollars, dont les actionnaires et les dirigeants de ces deux sociétés s'étaient partagés entre 53 et 106 milliards. Il ajoutait que la part de la valeur des actions des deux GSE qui découle de la garantie implicite se situe entre 44 et 89 %. À l'échelle d'un prêt-logement individuel, le bénéfice pour l'emprunteur de ce subventionnement indirect en termes de réduction du taux d'intérêt dont il doit s'acquitter était négligeable : sept points de base, un « point de base » étant la centième part de 1 %. Le bénéfice total dû à la garantie d'État implicite était de quarante points de base (0,4 %) et les trente-trois autres se trouvaient répartis entre les actionnaires et les dirigeants de Fannie Mae et de Freddie Mac¹².

En fait, la critique des GSE par Greenspan sur ce point particulier faisait partie d'une campagne de plus grande envergure qu'il avait lancée. La baisse des taux d'intérêt dans le sillage de la récession au tournant du millénaire avait conduit à un refinancement massif de leurs emprunts par les consommateurs détenteurs d'un prêt hypothécaire. Les portefeuilles composés de *mortgages* détenus

11. Alan Greenspan, *Government Sponsored Entities*, testimony of Federal Reserve Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U. S. Senate, 24 février 2004.

12. Wayne Passmore, *The GSE Implicit Subsidy and the Value of Government Ambiguity*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D. C., 2003 et 2005.

par les deux agences avaient alors gonflé dans une telle mesure que leur défaillance éventuelle prendrait désormais les dimensions d'une catastrophe nationale. Des commentaires relatifs au danger que présentait une telle situation, tels ceux émis à l'occasion par Alan Greenspan, visaient à leur faire prendre conscience du risque structurel qu'elles faisaient courir au monde de la finance, et du coup – dans la nouvelle donne où, aux États-Unis, les services financiers constituent désormais l'activité économique principale – à l'économie américaine tout entière. Ces pressions discrètes sont tombées toutefois dans l'oreille d'un sourd : protégées par leur taille et par leur volant financier, les GSE ont eu recours pour se défendre aux moyens dont disposent l'ensemble des entreprises américaines : elles ont arrosé les élus de contributions à leurs campagnes électorales et ont formé des équipes de noyautage (*lobbying*) parmi les plus puissantes des États-Unis¹³. Un combat de géants se préparait, mettant aux prises, d'un côté, les *government sponsored entities* et, de l'autre, la Réserve fédérale, secondée par d'autres branches de l'administration, telle la Securities & Exchange Commission qui supervise l'activité des marchés boursiers.

Le biais que ces dernières ont trouvé était subtil mais également très prévisible : si les GSE disposaient de la puissance propre aux grandes entreprises américaines, telle celle de s'assurer le bon vouloir des personnalités politiques contre monnaie sonnante et trébuchante, elles en présentaient aussi les faiblesses, à savoir que leurs comptes devaient nécessairement être truqués. L'administration a pu ainsi prouver que Fannie Mae avait classé de manière erronée certains de ses actifs comme « disponibles à la vente ». Elle a apporté également la preuve – et l'affaire devenait beaucoup plus sérieuse – que Fannie Mae et Freddie Mac avaient comptabilisé de manière fausse les *produits dérivés*¹⁴ qu'elles avaient utilisés pour couvrir le risque qu'elles courent en cas de variation des taux d'intérêt.

13. Durant le premier semestre 2004, Freddie Mac, avec 6,7 millions de dollars consacrés au *lobbying*, se trouvait dans ce domaine au deuxième rang des compagnies américaines, et Fannie Mae, avec 5 millions de dollars, au huitième rang.

14. Rappelons que les produits dérivés sont des instruments financiers reposant sur d'autres considérés comme « de base » ; ainsi une vente *à terme* est dérivée par rapport à une vente ordinaire ; de même pour une option sur une vente. Parmi les produits dérivés auxquels les GSE ont recours à très grande échelle : les « swaps d'intérêt » où les parties échangent des flux d'intérêts à taux fixe et à taux variable ainsi que différentes variétés des *mortgage-backed securities* déjà mentionnées.

Il ne s'agissait toutefois pas seulement de démontrer leur culpabilité, il fallait encore que celle-ci puisse déboucher sur le but recherché : la réduction de leur taille. Leur culpabilité ayant été établie sur le plan de la comptabilité des produits dérivés, il ne s'agissait plus en fait là que d'une formalité : le redressement des comptes mettait en évidence que les risques de pertes étaient plus élevés que calculés précédemment et obligeaient donc à relever le niveau des réserves, ce qui ne pouvait se faire qu'en revendant une partie du portefeuille. J'ai mentionné précédemment qu'en octobre 2004, le portefeuille de *mortgages* de Fannie Mae se montait à 913,2 milliards de dollars ; fin janvier 2005, il était tombé à 890,83 milliards, et fin février, il s'était encore amenuisé et n'était plus que de 875,25 milliards, le pourcentage de baisse annualisé atteignant maintenant 19 %.

Greenspan gagnait la partie. Ou du moins, c'est ce qu'on en a pensé : quand au début mars, Greg Ip, un excellent analyste financier de l'équipe du *Wall Street Journal*, établissait la liste des principaux facteurs susceptibles de précipiter une crise financière majeure aux États-Unis – une crise qui lui apparaissait « probable » –, il plaçait le marché du *mortgage* au troisième rang. Citant un correspondant, il écrivait : « Du fait de l'attention que lui portent les organismes de supervision et des changements dans sa direction, Fannie Mae, le principal détenteur de *mortgage-backed securities*, achètera moins de *mortgages*, ce qui pourrait pousser les taux d'intérêt à la hausse¹⁵ » – il venait en effet d'expliquer que le deuxième facteur de risque majeur résidait dans l'éclatement de la bulle financière du marché de l'immobilier résidentiel, qu'une hausse des taux d'intérêt occasionnerait inévitablement. (Il situait au premier rang des facteurs de déclenchement d'une crise le marché des obligations des compagnies industrielles, ébranlé alors par le mauvais chiffre d'affaires de la General Motors.)

En réalité, les GSE n'avaient pas perdu autant de leur influence qu'il pouvait sembler : Greenspan va subir un camouflet de taille en mai 2005, quand ses recommandations seront ignorées dans le projet de loi révisant le statut des GSE. Alors qu'il proposait une diminution drastique de la taille de leur portefeuille de prêts hypothécaires,

15. Greg Ip, « Fed increases prompt probe for weak links when Central Bank pushes up rates, various woes often follow ; fallout of higher borrowing costs », *The Wall Street Journal*, 20 mars 2005.

la nouvelle loi va au contraire les autoriser à l'augmenter. Il faut dire qu'entre-temps leurs équipes de *lobbyists* s'étaient attachées des recrues de choix, en l'occurrence deux des principaux leaders de la campagne de réélection du président Bush.

Les actionnaires de Fannie Mae et de Freddie Mac, qui bénéficient de l'activité de ces compagnies quand les affaires sont bonnes, ne représentent bien entendu qu'une fraction des contribuables américains. Ce sont pourtant ces derniers qui constitueront l'ultime recours quand les affaires iront mal ! Les intérêts financiers des dirigeants de ces entreprises coïncident nécessairement avec ceux de leurs actionnaires, qui leur assurent au fil des ans de belles sinécures¹⁶. On trouve là une illustration de ce que certains commentateurs considèrent comme le principe même du capitalisme américain contemporain : une privatisation du profit accompagnée d'une socialisation du risque ! Le cas des *government sponsored entities* qui portent à bout de bras l'immobilier résidentiel aux États-Unis souligne les ambiguïtés des organisations dont la vocation est précisément celle-là.

La délégation des tâches de l'État à des organismes privés offre à ces derniers une formule idéale : un accès au profit et une garantie contre les conséquences des pertes¹⁷. Cette opportunité ouvre cependant la voie à des conflits susceptibles de mettre en danger l'économie tout entière : le conflit entre le gouverneur de la Réserve fédérale et les patrons de Fannie Mae et de Freddie Mac en donne un excellent exemple.

16. Rappelons que Fannie Mae a chargé en 2003 Kenneth Starr (l'inquisiteur du président Clinton lors de l'enquête qui a révélé son aventure avec Monica Lewinsky) de persuader le Congrès de ne pas révéler au public les salaires des vingt employés les mieux payés de la société (20 millions de dollars en salaire et en primes pour Frank Raines, son P-DG).

17. Certains lecteurs auront noté l'équivalence de l'opération avec celle qui consiste en finance à acheter un *call*. L'acheteur d'un *call* verse une prime qui lui donne l'assurance d'empocher le gain éventuel sans être exposé au risque de perte.

Épargne et endettement

L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Avec un taux d'épargne des ménages proche de zéro (0,2 % en décembre 2004, 0 % en août 2005), les États-Unis se distinguent des autres nations du monde occidental où un taux de plus de 10 % est loin d'être exceptionnel. D'un point de vue historique, les États-Unis ont connu autrefois des niveaux d'un ordre comparable puisque le taux d'épargne des ménages américains était d'environ 9 % par an au cours de la période qui s'étend de 1950 à 1980. On ne peut donc pas simplement incriminer le caractère national. Alors que s'est-il passé entre-temps ? J'essayerai de montrer ici que, à l'arrière-plan des contraintes économiques, jouent des schémas idéologiques, et en particulier l'éthique protestante que Max Weber avait déjà isolée avant moi comme un facteur déterminant.

Certains commentateurs attribuent le très bas taux d'épargne des ménages à l'optimisme : l'avenir apparaîtrait à ce point radieux aux Américains du début du XXI^e siècle qu'il leur semblerait ridicule de faire des économies. Les divers indices de satisfaction des consommateurs dans la période qui va de 2002 à 2005 ne confirment pas cette opinion, ayant fluctué entre le médiocre et le modérément optimiste. L'optimisme constitue effectivement un facteur mais, comme on le verra, il s'agit davantage là d'une constante, liée au mode de sélection bien particulier qui préside au recrutement des émigrants qui choisissent d'aller peupler une colonie.

D'autres commentateurs incriminent le mode de calcul du taux d'épargne, tel David Malpass, économiste en chef à la banque d'affaires Bear Stearns, qui considère que le taux résulte d'un

calcul grossier qui déduit la « consommation » des ménages de leur « revenu disponible¹ ». Allant dans le même sens, un expert interrogé par le *Wall Street Journal* en décembre 2004 examinait l'évolution de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et constatait que les particuliers y avaient consacré 400 milliards de dollars à la mi-2004, à comparer avec le chiffre de 275 milliards pour la même période en 2001. Si cet argent investi dans l'immobilier était considéré comme de l'épargne, assurait-il, le taux serait proche de 6 %². Cela confirmerait une constatation déjà faite : que l'immobilier résidentiel se révèle à ce point payant aux États-Unis que le secteur draine des ressources qui iraient sinon languir sur des comptes d'épargne. Il ne s'agit donc encore là que d'un autre aspect du même phénomène : il se confirmerait que l'immobilier est une planche à billets et le consommateur américain ne s'y tromperait pas.

LE TAUX D'ENDETTEMENT

En 2002, le ménage américain moyen atteignait un niveau d'endettement de 100 % de son revenu annuel après taxes. Jamais un niveau aussi élevé n'avait été atteint. Parmi les 20 % de ménages les plus riches, la dette était de 120 % de son revenu annuel disponible, en hausse de 20 % par rapport à 1995. Pour les 80 % restants, la dette s'était accrue à un rythme légèrement plus faible : de 70 % en 1995 à 80 % en 2002. L'expression « service de la dette » mesure la part du revenu des ménages consacrée à payer les intérêts et à rembourser le principal sur les emprunts qu'ils ont contractés ; en raison des faibles taux d'intérêt durant ces huit années, il était de 14 % (calculé comme un pourcentage du revenu disponible³). En 2004, l'endettement moyen des ménages atteignait 120 %, le service de la dette était à peu près stable⁴ (13 %).

1. David Malpass, « Running on empty ? », *The Wall Street Journal*, 29 mars 2005.

2. Jon Hilsenrath, « A look behind the U. S. savings rate », *The Wall Street Journal*, 6 décembre 2004.

3. Jon Hilsenrath et Michelle Higgins, « Debt problems are haunting even well-heeled consumers », *The Wall Street Journal*, 9 octobre 2002.

4. Alan Greenspan, *The Mortgage Market and Consumer Debt*, remarks by Chairman Alan Greenspan at America's Community Bankers Annual Convention, Washington, D. C., 19 octobre 2004.

La part des prêts avec amortissement, c'est-à-dire accompagnés d'un remboursement progressif du principal, baissait, renversant la tendance observée sur la période de cinquante ans qui s'étend de 1930 à 1980.

Comment en est-on arrivé là ? La réponse a deux composantes, apparemment contradictoires : « rien de nouveau sous le soleil » d'une part, et « en raison d'une nouvelle donne » d'autre part.

UNE TRADITION D'ENDETTEMENT

Rien de nouveau sous le soleil parce que l'endettement des Américains est une histoire ancienne. On s'étonnera sans doute des 120 % d'endettement en 2005, mais l'on sera alors encore davantage surpris d'apprendre que le recensement de 1890 révélait que l'endettement moyen des ménages se montait à 880 dollars, un chiffre à rapprocher du salaire moyen de 475 dollars des salariés des secteurs autres que l'agriculture, soit un taux d'endettement de 186 %⁵. Le processus de colonisation attire une population entreprenante et industrielle mais pauvre, porteuse d'une culture de l'endettement. Elle conserve, tout au long du processus de son ascension sociale, l'habitude de se maintenir au bord de la catastrophe financière. À l'époque où la presse s'intéressait aux faits et gestes de sa fille, le père de Monica Lewinsky, interrogé par un journal, se plaignait amèrement que sa famille en soit réduite à tirer le diable par la queue avec un revenu annuel de 420 000 dollars : un représentant typique de la *middle class* américaine.

LE NOUVEAU CONTEXTE DE L'ENDETTEMENT

La nouvelle donne, ce sont deux innovations dans la technologie des instruments financiers et de l'endettement en particulier : premièrement, la mesure et la personnalisation de la capacité à emprunter avec la cote de crédit qui accompagne et précède désormais chaque consommateur dans ses achats à tempérament, et deuxièmement, l'utilisation optimale de la maison d'habitation

5. Lendol Calder, 1999, *Financing the American Dream*, Princeton University Press, Princeton, p. 40.

comme gage de nouveaux emprunts – la *home equity*, l'utilisation optimale des fonds propres ou capitaux captifs dans la propriété.

Le rating des consommateurs

Innovation majeure, à partir du milieu des années 1990, le système du crédit personnel s'est considérablement modernisé aux États-Unis. Jusque-là, une perspective statistique prévalait, où le risque de défaillance de chaque individu dans le remboursement de ses emprunts était envisagé comme également distribué statistiquement sur l'ensemble de la population. Dans la nouvelle donne, le calcul du risque est désormais évalué à titre individuel en fonction de l'histoire personnelle de chaque emprunteur. Chaque consommateur possède désormais une cote de crédit, calculée « scientifiquement » à partir de son histoire passée et réévaluée au soir de chaque jour ouvrable, exprimant le risque de défaillance qu'il ou elle constitue pour un prêteur éventuel : la cote FICO (initiales de la compagnie Fair & Isaacs Co. qui mit au point cet indice individuel).

Cette cote constitue en fait une simple transposition aux consommateurs du « rating » des sociétés et des institutions financières opéré par les *rating agencies*, une demi-douzaine de compagnies certifiées qui, en leur assignant des grades du type « AAA », « AA », etc., évaluent les firmes et les organismes financiers quant au risque de défaillance qu'ils présentent pour ceux qui leur baillent des fonds. La note qu'une société obtient permet à ses contreparties éventuelles de calculer une prime de risque que celles-ci intégreront au taux d'intérêt attaché aux prêts qu'elles lui consentiront, dictant du même coup ce qu'il lui en coûtera d'emprunter sur les marchés financiers.

La cote FICO est désormais la norme aux États-Unis pour tout ce qui touche au crédit à la consommation. À la fin des années 1950, Bill Fair, un ingénieur, et Earl Isaac, un mathématicien, s'associèrent pour fonder Fair, Isaac & Company (FICO⁶). En 1989, ils mirent à la disposition des *credit bureau*, les « bureaux de crédit », la « cote FICO » (*FICO score*), qui situe chaque consommateur sur une échelle qui va de 375 (la cote la plus médio-

6. Anne Hayes Peterson, « Credit scoring : predictive models should make recommendations – not decisions – about loan approvals », *Credit Union Magazine*, janvier 1998.

cre) à 900, représentant le risque de défaillance qu'il constitue pour tout prêteur, risque calculé à partir de sa fortune actuelle et de son passé d'emprunteur⁷. Les *credit bureau* sont des agences privées collectant pour l'ensemble des consommateurs la totalité des données relatives à leur endettement telles que le montant actuel de leurs dettes, leurs retards de paiement, les saisies dont ils ont été l'objet, leurs condamnations pour non-paiement et leurs faillites personnelles. Le niveau de la cote FICO de chaque consommateur est recalculé quotidiennement en fonction des opérations passées dans la journée écoulée. Le chiffre intègre non seulement la valeur de ses biens meubles et immeubles, le montant de ses revenus, le montant de ses dettes donnant lieu à des paiements récurrents tels que le *mortgage* (le prêt hypothécaire portant sur le logement), le coût du *leasing* d'une automobile, son découvert sur les diverses cartes de crédit qu'il détient..., mais aussi des données relatives à la stabilité de ses revenus, tel le temps passé auprès de ses employeurs successifs ou les années qu'il a passées à diverses adresses⁸.

Les chiffres suivants étaient cités en 1999 : « En moyenne, le consommateur d'aujourd'hui a au total onze créances enregistrées par un bureau de crédit. Celles-ci comprennent les cartes de crédit (telles celles délivrées par les grands magasins, les stations-services ou les cartes de crédit bancaires) ainsi que les emprunts donnant lieu à des remboursements échelonnés (prêt-automobile, *mortgage*, prêt-étudiant, etc.). Ne sont pas inclus ici les comptes bancaires, comptes-chèques ou comptes-épargne (dont les bureaux de crédit ne sont pas informés). Parmi ces onze créances, sept sont probablement des cartes de crédit⁹. »

La cote FICO a, dans l'esprit de ses auteurs, deux finalités essentielles :

— permettre à un bailleur de fonds d'écarter les brebis galeuses dont il est prévisible qu'elles ne s'astreindront pas à tenir leurs engagements financiers,

7. Fair Isaac & Company, *Credit Bureau Risk Scores : Celebrating 10 Years*, <http://www.fairisaac.com/servlet/SiteDriver/Content/1056>, 1999.

8. Tom Warrack et Lisa McLean, « High LTV (125 %) mortgages : a highly leveraged game », *Standard & Poor's Residential Mortgage Criteria*, 1997, p. 22.

9. Fair, Isaac & Company, *Consumer Info*, <http://www.fairisaac.com/servlet/SiteDriver/Content/933>, 1999.

— lui permettre également, s'il décide de consentir un prêt, de chiffrer le risque qu'il court et de l'intégrer à son prix, au titre de prime de risque.

« Le principe d'un calcul du prix fondé sur le risque est que, hypothétiquement, celui dont la cote est de 680 pose un risque double (à ce niveau, 1 sur 11 fera défaut) que celui dont la cote est de 710 (à ce niveau, 1 sur 21 fera défaut). Le principe de la fixation du prix est que ceux dont la cote est de 680 devraient acquitter un taux d'intérêt (ou toute autre quote-part) plus élevé que ceux dont la cote est de 710, afin de compenser ce risque¹⁰. » D'autres commentateurs précisent que « [...] du fait que le taux de défaut croît exponentiellement lorsque l'on descend dans l'échelle du crédit, les moyennes peuvent être trompeuses. Deux scores FICO de 700 et 600 ont pour moyenne 650, mais le risque de défaut sera beaucoup plus élevé que celui que l'on rencontre chez un emprunteur typique dont la cote est de 650¹¹ ».

Ne sont pas pris en considération dans la cote FICO – et sont même explicitement exclus de son calcul par la loi (*Equal Credit Opportunity Act*, passé en 1970 comme article 7 du *Consumer Credit Protection Act*), les renseignements relatifs au sexe, à la race, à l'âge, à la religion, à l'origine nationale ou au statut marital.

L'utilisation du capital propre captif dans le logement

Deuxième dimension de la nouvelle donne en matière de crédit personnel et donc d'endettement : au cours des dernières années, et avec la complicité des organismes de prêt (bancaires et autres), les consommateurs américains se sont de plus en plus tournés vers les formules d'emprunt sans amortissement initial, qui retardent le remboursement du principal de plusieurs années, permettant à l'emprunteur de ne devoir affronter durant la période initiale que le seul versement des intérêts. Cela n'a pas empêché, comme on l'a vu, le taux d'épargne des ménages de tomber en dessous de 1 %, ce qui souligne que même des paiements limités aux intérêts mettent leurs finances à rude épreuve. Dans ces conditions, les seules réserves

10. Sally Taylor-Shoff, « Shedding new light on credit scoring », *Mortgage Banking Magazine*, mars 1997, p. 56.

11. Tom Warrack et Lisa McLean, « High LTV (125 %) mortgages : a highly leveraged game », article cité, p. 22.

dont les foyers disposent résident dans le capital qu'ils ont investi dans leur logement. Cette somme ne représente en général qu'une fraction de la valeur de la propriété, le reste servant de gage au prêt hypothécaire qui a permis son achat. De telles réserves dépendent donc pour leur existence du maintien du prix de l'immobilier. Or celui-ci est loin d'être garanti sur le moyen ou le long terme.

Prêts avec et sans amortissement

Il existe deux formules pour un emprunt contracté par un particulier. Dans la première formule, dite « classique » ou *interest only*, le principal, la somme avancée par le prêteur, est remboursé dans sa totalité à échéance par l'emprunteur, chaque paiement échelonné ne portant que sur les seuls intérêts. Dans la seconde formule d'emprunt, dite « par annuité », le principal est remboursé par tranche à l'occasion de chacun des paiements échelonnés qui comprennent donc chacun des intérêts et une part du principal, et cela jusqu'à l'échéance du prêt.

Jusqu'à la Grande Dépression des années 1930, les prêts au logement américains étaient de la forme « classique », où l'emprunteur verse au bailleur de fonds des intérêts sur la somme empruntée jusqu'à ce que le prêt arrive à maturité ; à cette date, il remboursait le principal et cessait bien entendu de verser des intérêts. Or, durant la Grande Dépression, les défaillances sur les prêts au logement atteignirent le taux record de 25 %. Les difficultés des ménages les rendaient incapables de rembourser à l'échéance la somme importante que constituait le principal dû. Pour remédier à cette situation, le gouvernement fédéral créa en 1933 la Home Owners' Loan Corporation (HOLC), dont le rôle était de refinancer les emprunteurs défaillants grâce à l'émission d'obligations garanties par l'État. La HOLC achetait les *mortgages* impayés à l'organisme financier qui les avait consentis et les réémettait à l'intention de leur emprunteur en difficulté en leur ayant donné cette fois la forme d'une annuité. De cette manière, au moment où le prêt arrivait à maturité, le principal avait été entièrement remboursé, ce qui évitait à l'emprunteur le choc que le remboursement du principal constituait auparavant¹². La mesure

12. William W. Bartlett, 1989, *Mortgage-Backed Securities, Products, Analysis, Trading*, New York Institute of Finance, New York, p. 5.

atteignit son but et le *mortgage* de quinze ou trente ans, par annuité, avec amortissement progressif de la dette, devint la norme à partir de cette époque.

Capacité des ménages à acquérir un logement

Or on assiste aujourd'hui à un retour en force du prêt hypothécaire de forme « classique » sans amortissement et la raison en est l'écart qui se creuse entre les revenus des foyers et le prix des maisons. Peu disposés à abandonner le « rêve américain » de l'accès à la propriété du logement, les ménages préfèrent remettre à plus tard la question épineuse du remboursement de la somme empruntée. En janvier 2005, la part des prêts hypothécaires « classiques » sans amortissement était la suivante pour les principales régions de la Californie, un État où l'écart entre le prix des maisons et les revenus des foyers est particulièrement important : San Diego, 67 % ; Orange County, 53 % ; Los Angeles, 43 % ; San Francisco, 61 %.

Un indice couramment utilisé pour estimer la concordance entre les revenus des ménages et le prix du logement est l'*Affordability Index*, un indice qui mesure ce qu'un ménage peut se permettre en matière d'achat d'une maison, c'est-à-dire l'achat pour lequel il dispose des moyens financiers adéquats. Le calcul est le suivant : quelle part du prix médian d'une maison (moins les 20 % d'apport personnel dont un ménage est en principe toujours capable) un ménage médian peut-il se permettre (dans le cadre d'un prêt hypothécaire à taux fixe sur trente ans) ? On s'intéresse aux valeurs « médianes » plutôt qu'aux moyennes du fait que celles-ci sont trop aisément influencées par les valeurs les plus élevées (celles des maisons les plus chères et des revenus les plus élevés). On obtient le prix médian des maisons en en faisant la liste complète, de celle qui est le meilleur marché à la plus chère, et en choisissant celle qui se trouve au milieu (ayant 50 % des cas qui la précèdent et 50 % qui la suivent – un peu moins de 50 % bien entendu puisqu'elle fait elle-même partie de la liste). De même pour les revenus des ménages. L'*Affordability Index* compare donc par région les revenus du ménage standard avec le prix de la maison d'habitation elle aussi standard. (Il faut encore noter que ce prix médian est surestimé dans un climat économique où très peu d'intervenants peuvent encore

se permettre les 20 % d'apport personnel supposés par le calcul.) Avec cet indice, les chiffres pour la Californie sont cette fois les suivants : San Diego, 54 % ; Orange County, 55 % ; Los Angeles, 57 % ; San Francisco, 63 %¹³.

Il faut interpréter les chiffres de la manière suivante : à San Diego, les moyens financiers d'un ménage standard lui permettent de s'acheter (sur trente ans) 54 % du prix d'une maison standard. Ou, vu sous un angle légèrement différent : 90 % des revenus d'une famille moyenne de San Diego seraient absorbés par l'achat (sur trente ans) d'une maison de prix médian¹⁴. En dehors de la Californie, les chiffres de l'*Affordability Index* étaient en janvier 2005 de 64 % pour New York, de 91 % pour Las Vegas et de 97 % pour Boston. Dans d'autres régions, les chiffres s'inversent mais il s'agit de régions éloignées des grands centres économiques : 334 % à Elmira dans l'État de New York ou 304 % à Springfield dans l'Illinois.

De surcroît, la tendance est à la détérioration. Une autre manière encore d'interpréter les mêmes chiffres consiste à calculer quel pourcentage de la population dispose des moyens financiers qui lui permettent d'acquérir un logement de la valeur médiane : on comptait en Californie en juillet 2003 que 27 % des ménages pouvaient s'offrir une résidence au prix médian. Fin 2004, ce pourcentage est tombé à 18 %.

Vu la baisse en nombre des emprunts comprenant un élément d'amortissement observée aujourd'hui, le service de la dette consiste de plus en plus souvent en paiement des seuls intérêts sur les emprunts contractés, le remboursement du principal étant remis à plus tard. Il est donc logique que, même si le service de la dette des consommateurs apparaît stable, un autre indice, celui du rapport de la dette globale (comprenant le remboursement du principal) aux revenus, soit lui en hausse constante, tendance observée d'ailleurs au cours des cinquante dernières années. En octobre 2004, Alan Greenspan faisait la remarque suivante : « Le rythme [du rapport de la dette globale aux revenus] a été

13. Economy.com, « LoanPerformance », cité par le *Wall Street Journal*, 12 janvier 2005.

14. Jeff D. Opdyke, « Hot housing markets face new risks. Study identifies regions most likely to tumble ; average buyers outpriced », *The Wall Street Journal*, 2 mars 2005.

particulièrement soutenu au cours des deux dernières années du fait que la rotation et la hausse du prix des maisons ont été particulièrement élevées¹⁵ ».

*L'usage pour la consommation
du capital captif dans le logement*

Le bénéfice de la détaxation des intérêts versés sur un prêt hypothécaire (plafonné à un million de dollars) s'étend au-delà du *mortgage*, appelé aussi *first lien*, « premier lien », pour englober tout prêt hypothécaire additionnel portant sur le même logement, qualifié celui-ci de *second lien*, « second lien » (plafonné à cent mille dollars). Cette opportunité du second lien, affublé du sobriquet de *piggy-back* (« à califourchon »), a autorisé diverses astuces – encouragées d'ailleurs par les bailleurs de fonds – de la part des emprunteurs qui leur permettent de tourner certaines règles dont la finalité bienveillante était pourtant de les protéger. C'est elle qui leur a ouvert en particulier la voie aux achats de logement sans apport personnel, la part obligatoire d'apport personnel étant en réalité couverte par le second prêt appelé *home equity loan* (littéralement : « prêt sur le capital propre captif dans le logement », et ce prêt est avec amortissement, c'est-à-dire avec remboursement progressif du principal) ou *home equity line* (« ligne de crédit sur le capital propre captif dans le logement », où les paiements initiaux ne portent que sur les intérêts).

Le secteur *home equity* a connu une extension rapide : fin 2004, le montant total de la dette de ce type représentait 881 millions de dollars, en progression de 80 % par rapport aux chiffres de 2000.

La règle veut qu'un particulier achetant une maison fasse la preuve qu'un apport personnel couvre au moins 20 % de la valeur du logement. La notion pivot est celle de *loan to value* (ou LTV), le « rapport entre la valeur du prêt et celle de la propriété ». La LTV a donc en principe un taux maximal de 80 %. Si la LTV est

15. Alan Greenspan, *The Mortgage Market and Consumer Debt*, remarks by Chairman Alan Greenspan at America's Community Bankers Annual Convention, Washington, D. C., 19 octobre 2004.

supérieure à 80 %, la partie qui dépasse ce seuil doit, comme on l'a vu, être couverte par une assurance¹⁶.

La Federal Housing Administration, mentionnée précédemment, avait précisément été créée pour émettre cette police d'assurance couvrant la partie manquante des 20 % requis en apport personnel. Lorsque ce n'est pas la FHA qui s'en acquitte, d'autres organismes émettent cette *mortgage insurance* et parmi eux, le plus souvent, le bailleur de fonds lui-même. Un des abus communément commis par les prêteurs peu scrupuleux consiste alors à intégrer comme une quote-part ajoutée au montant du prêt une somme représentant la totalité des primes à payer pour l'assurance complétant le *mortgage*.

L'une des conséquences, sinon le but, de l'exigence d'un apport personnel en capital est qu'il existe un fondement à la notion juridique que l'emprunteur du *mortgage* est le propriétaire de la maison. Un autre aspect de cette exigence est une garantie offerte à l'organisme prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur. Le seuil des 20 % joue le rôle d'une provision et assure qu'en cas de saisie et de revente, le prêteur récupère ses fonds, les frais de justice et autres faisant que l'entièreté de la valeur nominale de l'habitation est rarement récupérée (*recovery*). Dans le jargon de l'industrie, la notion de *severity* (« sévérité ») renvoie à cette perte escomptée en cas de saisie. Une *severity* de 27 % signifie que la *recovery* a été de 73 %, autrement dit que le montant net de la saisie représente 73 % de la valeur estimée de la propriété.

La LTV représente donc la part de l'habitation qui appartient à la banque ; l'autre partie de la valeur (100 % – la LTV) représente la fraction de la maison qui appartient au propriétaire, c'est-à-dire à l'emprunteur : l'*equity*, le capital investi disponible ou fonds propres. L'astuce consiste à mettre en gage d'un prêt cette partie-là aussi : le capital captif dans les murs. Un « second lien » est mis en place sur la partie de l'habitation qui appartient au propriétaire : c'est cette seconde hypothèque qui est appelée *home equity (loan ou line*, selon la formule qui est retenue comme nous l'avons précisé quelques lignes auparavant).

16. Si l'emprunteur ne peut contribuer que par un apport en capital de 5 %, il faut alors qu'une assurance couvre 15 % de la valeur du prêt : 100 % – 80 % (le niveau plancher) – 5 % (l'apport personnel) = 15 %.

La propriété peut donc être entièrement hypothéquée par un premier lien complété d'un second. L'astuce consiste à financer l'apport personnel par un prêt de type *home equity*. Le mécanisme est alors le suivant : on emprunte le montant de l'apport personnel ; on souscrit un *mortgage* (« premier lien ») avec un maximum de LTV de 80 % ; puis on souscrit un *home equity loan* ou *line* (« second lien ») dont le gage est constitué des 20 % restants de la valeur du logement ; on rembourse le prêt initial avec l'argent du second lien.

L'opération présente deux avantages : pas d'apport personnel d'une part, pas d'assurance à payer sur la partie dépassant le plafond de 80 % sur la LTV. Elle a aussi un inconvénient auquel les Américains sont moins sensibles que leurs cousins européens : on se retrouve endetté jusqu'aux yeux !

Selon un cabinet d'études américain (SMR Research Corp.), le nombre d'achats de logement impliquant un second lien était de 15 % de tous les *mortgages* en 2001, de 32 % en 2003 et de 41 % en 2004¹⁷.

Mais l'achat d'un logement sans apport personnel n'est que l'un des usages possibles du capital propre captif dans l'habitation. D'autres utilisations courantes de ce que les Américains appellent le *cash-out* consistent dans la consolidation de dettes existantes (avant tout, les prêts-étudiants et les cartes de crédit), la détaxation des intérêts payés sur un emprunt dont le logement est le gage faisant de celle-ci une formule moins onéreuse que tout autre type d'emprunt, qu'il soit sans biens mis en gage ou gageant n'importe quel autre bien qu'une maison, ces derniers ne bénéficiant pas de la détaxation. Une partie de ce surplus monétaire se retrouve aussi sur les marchés boursiers, qu'il contribue ainsi à maintenir en bonne santé grâce à un influx toujours renouvelé en numéraire.

Dans une allocution prononcée en mars 2003, Alan Greenspan faisait remarquer, à propos de la vague de refinancement des *mortgages* qui avait eu lieu en 2002 et 2003, que pour 30 % d'entre eux le montant du prêt avait excédé celui de la somme restant due, ce qui pouvait signifier deux choses : soit qu'une part supplémentaire du capital propre captif avait été mise en gage par son propriétaire, soit que celui-ci avait voulu tirer parti du fait que la valeur de sa

17. Jennifer Saranow, « New options created for mortgage insurance », *The Wall Street Journal*, 10 octobre 2004.

maison avait crû entre-temps, ce qui l'avait conduit à monnayer tout ou partie de cette plus-value. Greenspan estimait que ces sommes, ponctionnées sur le capital propre captif dans l'immeuble, représentaient, en 2002 et 2003, 200 milliards de dollars (somme nette de toutes taxes, frais ou commissions), soit 3 % de la valeur des avoirs des particuliers dans l'immobilier résidentiel¹⁸.

Mis à part le remboursement des dettes existantes, le capital propre captif dans la maison peut être mis en gage pour tout autre emprunt afin de financer l'achat d'un bien de consommation quelconque. Formule tout particulièrement populaire en 2006, la substitution à la carte de crédit classique, sans biens mis en gage, de la carte de débit *home equity* au taux moins élevé : tout retrait à l'aide de cette carte vient s'ajouter automatiquement à une ligne de crédit dont le capital propre captif dans le logement constitue la garantie. Seul inconvénient par rapport à la carte de crédit classique du point de vue du consommateur : sa maison risque d'être saisie en cas de non-paiement. SMR Research Corp. observe que, depuis 2001, les détenteurs de prêts *home equity* ont vu leurs dépenses s'accroître beaucoup plus rapidement que leurs revenus.

La capacité pour les consommateurs à rembourser des sommes considérables, comme dans le cas de l'emprunt « classique » sans remboursement progressif du principal, est extrêmement restreinte dans un contexte où tout accroissement de la valeur des biens qu'ils hypothèquent peut servir de gage pour un nouvel emprunt. Un commentateur fait la remarque suivante : « Ces gens ne considèrent que la taille de leurs versements mensuels, et aussi longtemps qu'il reste de la valeur à hypothéquer dans leur maison, ils refinanceront leur prêt-logement pour le tiers ou la moitié du taux d'intérêt attaché à leurs autres dettes. Ce type d'emprunteurs a tendance à refinancer pour accumuler aussitôt de nouvelles dettes sur ses cartes de crédit et est forcé – c'est réglé comme du papier à musique – de refinancer ainsi tous les trois ans environ. C'est ce qu'on est obligé de faire quand, comme eux, on vit sur le fil du rasoir¹⁹. »

18. Alan Greenspan, *Home Mortgage Market*, remarks by Chairman Alan Greenspan at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Floride, 4 mars 2003.

19. Jonathan R. Laing, « No margin of safety, sub-prime lender New Century faces stiffer competition, risk of housing bubble », *Barron's Online*, 11 octobre 2004.

Comme on l'a vu, l'acquisition de leur logement par les Américains est cautionnée par leur gouvernement qui la facilite grâce à un subventionnement massif. Celui-ci déséquilibre, il faut le noter, le fonctionnement libre des marchés financiers qui caractérise une nation très pointilleuse sur le sujet. Ce mélange d'interventionnisme et de laisser-faire concernant le secteur de l'immobilier résidentiel américain a conduit à une situation où les ménages découvrent dans le capital propre captif dans leur habitation une source de liquidités où ils puisent pour de nouvelles dépenses de consommation. Dans un tel contexte, l'épargne est bien entendu nulle. Les cartes de crédit, qui ne sont pas garanties, c'est-à-dire pour lesquelles aucun bien n'est mis en gage, autorisent le pas suivant qui débouche sur une épargne négative. L'aboutissement, c'est qu'à revenus égaux, le niveau de la consommation des ménages est beaucoup plus élevé aux États-Unis que dans n'importe quelle autre nation. Nous verrons plus loin que cet état de choses alimente un déficit de leur balance commerciale vis-à-vis de l'ensemble des autres pays, et en fait les otages de ceux envers lesquels ils sont les plus endettés.

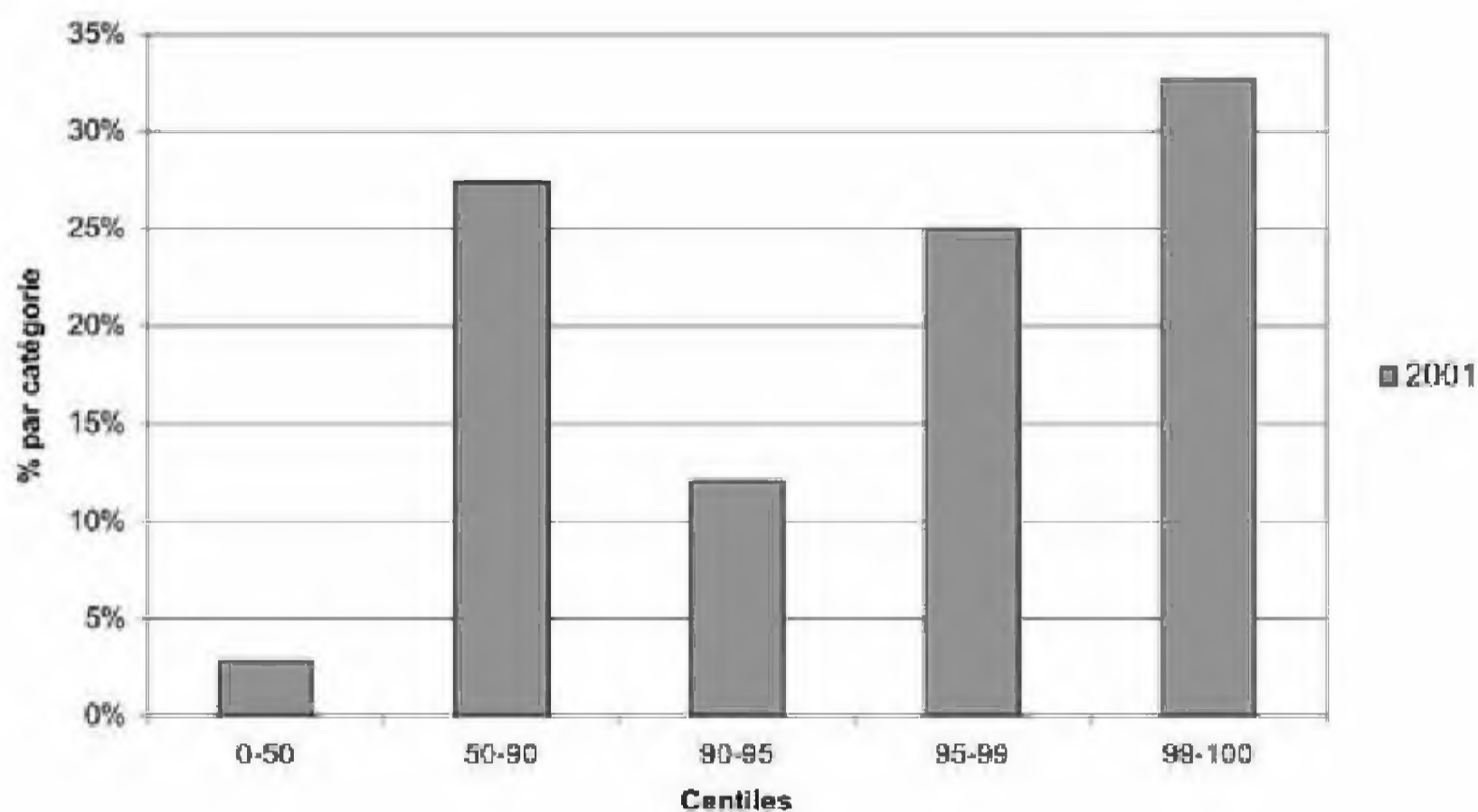
La répartition du patrimoine aux États-Unis

DE TRÈS FORTES DISPARITÉS

La répartition du patrimoine aux États-Unis est extrêmement inégale. En 2001, 1 % de la population disposait en effet de près d'un tiers des richesses (32,70 %). En raison des énormes disparités économiques entre différents segments de la population, les auteurs américains ont pris l'habitude de représenter la distribution de la richesse en constituant des groupes hétérogènes qui sont les suivants : 1) la moitié de la population la moins riche (0 %-49,99 %) ; 2) les quarante centiles supérieurs, c'est-à-dire les revenus classés entre la médiane (le ménage tel que la moitié d'entre eux est plus pauvre que lui et l'autre moitié, plus riche), et le quatre-vingt-dixième centile (50 %-89,99 %) ; 3) les cinq centiles suivants, à savoir entre le quatre-vingt-dixième centile et le quatre-vingt-quinzième (90 %-94,99 %) ; 4) les quatre centiles suivants (95 %-98,99 %) ; 5) enfin, le dernier centile (99 %-100 %). En résumé, le nombre de centiles par catégorie est donc de 50 %, 40 %, 5 %, 4 %, 1 %. Dans le cadre d'une classification aussi hétérogène, la distribution des richesses aux États-Unis en 2001 était celle que révèle le tableau suivant et que la figure 1 (*page suivante*) représente sous forme de graphique.

États-Unis 2001	0-50	50-90	90-95	95-99	99-100
100,00 %	2,80 %	27,40 %	12,10 %	25,00 %	32,70 %

FIGURE 1. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE
DANS LA POPULATION AMÉRICAIN EN 2001



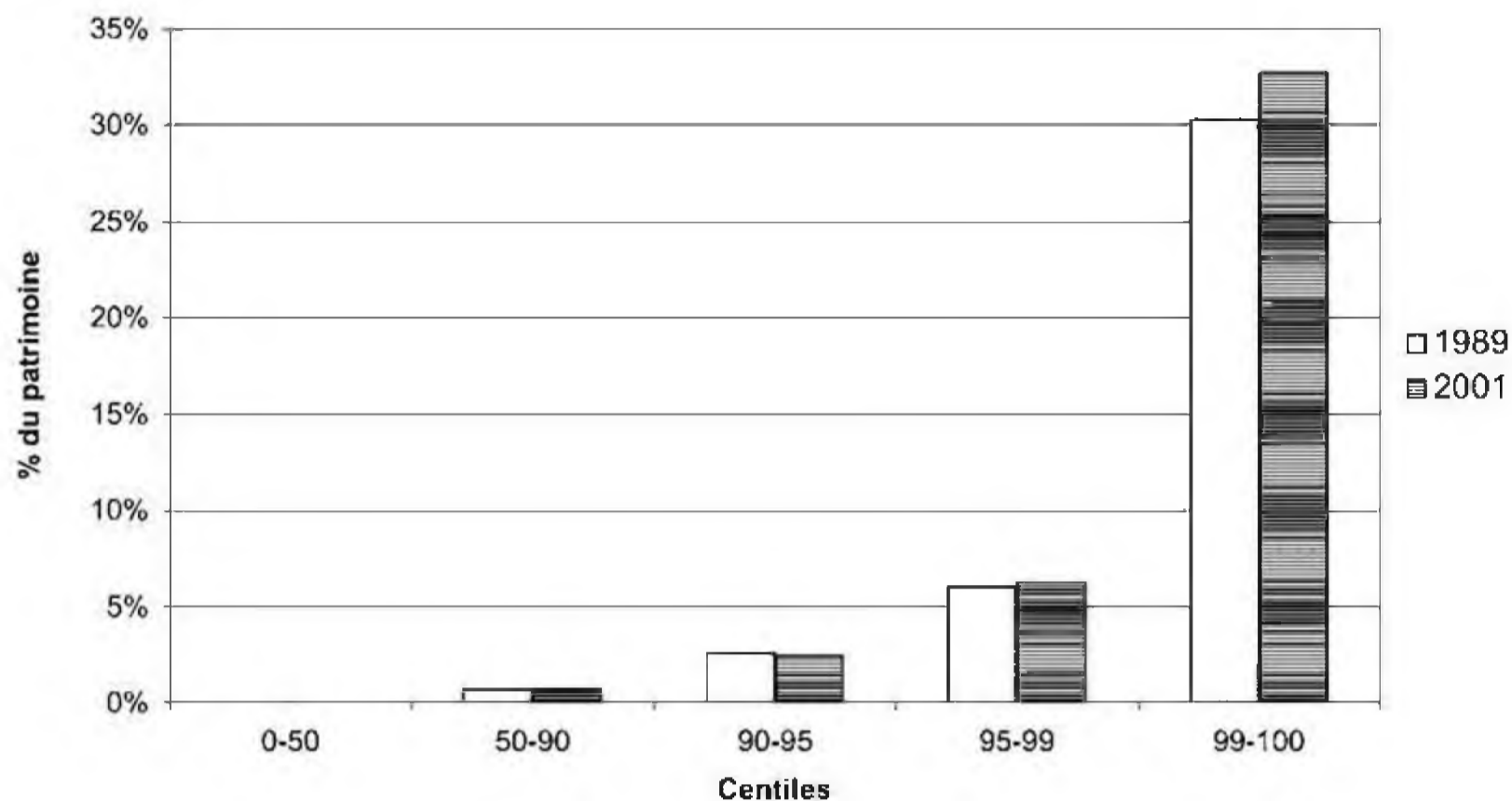
La figure 1 fait apparaître clairement que la seule finalité du regroupement hétérogène adopté est de pouvoir attribuer des pourcentages du même ordre de grandeur aux catégories retenues. Comme on l'a déjà noté, le centile le plus riche de la population concentre près d'un tiers de la richesse entre ses mains (32,70 %), on constate aussi que la moitié la moins riche se partage, elle, moins de 3 % (2,80 %).

Pour rendre les chiffres strictement comparables, il suffit de diviser les pourcentages par le nombre de centiles que comprend chacune des catégories. Le chiffre obtenu est alors celui du pourcentage de la richesse par centile de la population. C'est ce qui apparaît dans le tableau suivant, pour 1989 et pour 2001, et dont la figure 2 (*page suivante*) offre une représentation visuelle.

	0-50	50-90	90-95	95-99	99-100
1989	0,05 %	0,75 %	2,60 %	6,03 %	30,30 %
2001	0,06 %	0,69 %	2,42 %	6,25 %	32,70 %

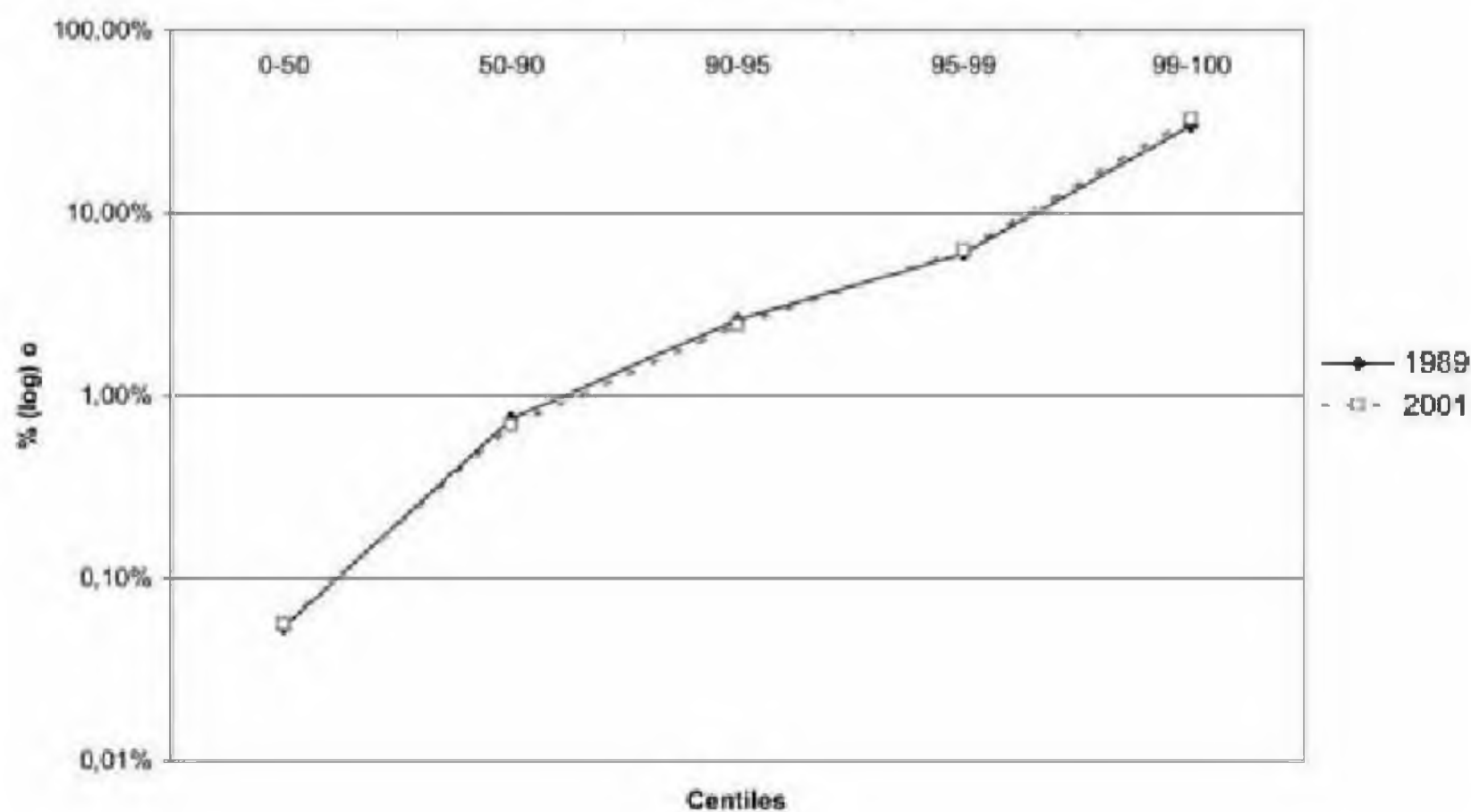
Le tableau met en évidence deux choses : il montre évidemment l'extrême inégalité dans la répartition du patrimoine, mais aussi que les disparités se sont encore accrues au cours de ces douze années, l'amplitude (la différence entre la valeur qui s'applique au premier centile et celle du dernier) étant passée de 30,25 % à 32,64 %.

FIGURE 2. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE
PAR CENTILE DE LA POPULATION



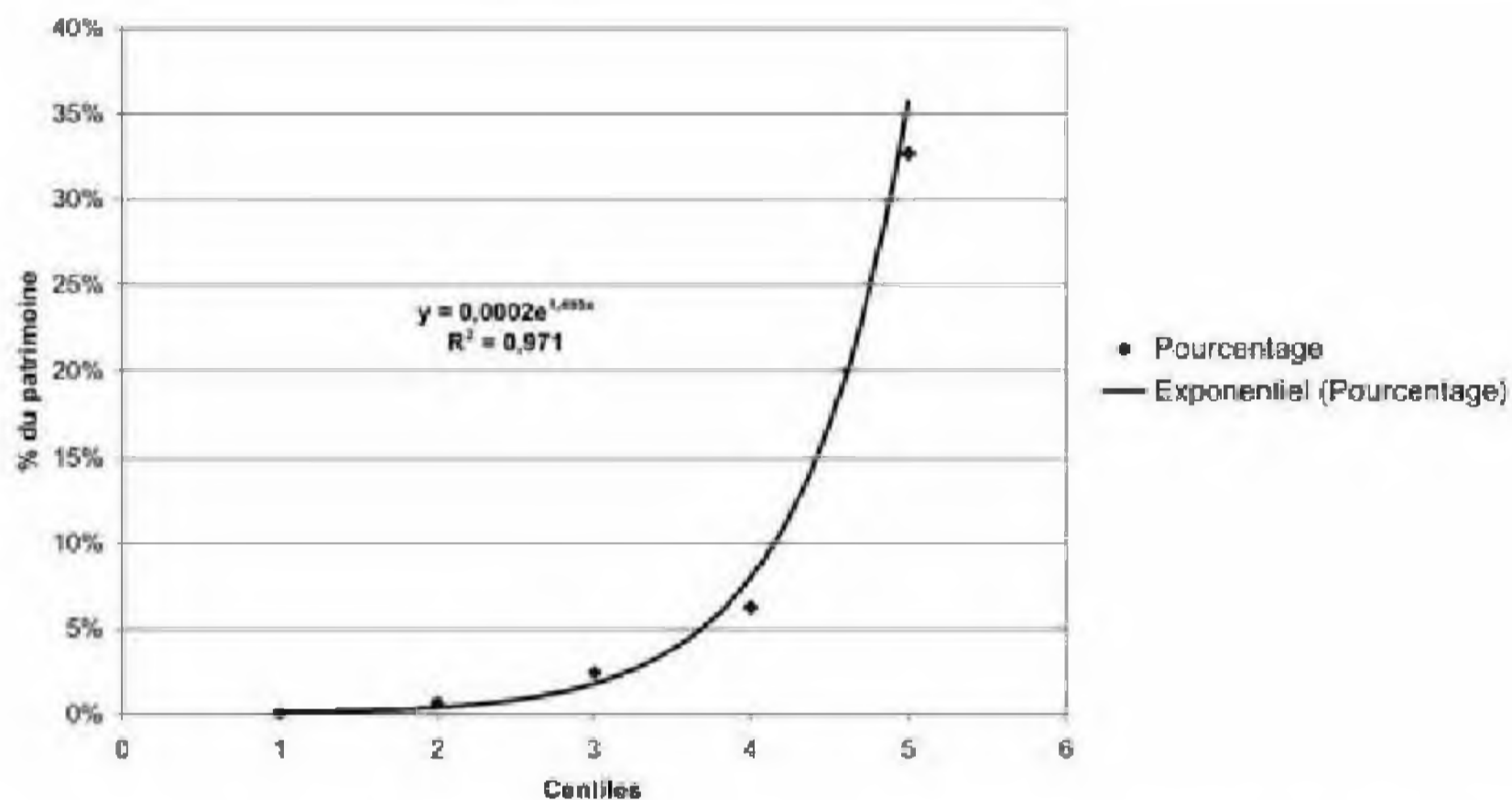
L'inconvénient de la présentation adoptée dans la figure 2 est que la richesse dont dispose la moitié de la population la moins nantie est pratiquement invisible sur le graphique. On peut remédier à cela en situant le pourcentage de la richesse par rapport à une échelle logarithmique, tout en maintenant la répartition en centiles retenue jusqu'ici. On obtient cette fois la figure 3.

FIGURE 3. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE
PAR CENTILE DE LA POPULATION
(ÉCHELLE LOGARITHMIQUE)



Ce diagramme est plus lisible et présente en outre l'avantage inattendu de nous faire comprendre la nature de la distribution des richesses aux États-Unis. En effet, la répartition sur une droite de données situées par rapport à une échelle logarithmique signifie que la progression d'une catégorie à la suivante est *exponentielle*. Or c'est exactement ce que l'on constate sur le diagramme.

FIGURE 4. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE
PAR CENTILE DE LA POPULATION



Sur la figure 4, on a fait passer une courbe exponentielle dans le nuage des points représentant les données. Avec une concordance de 97,1 %, l'ajustement est excellent et l'on se convainc aisément que les données révèlent bien une progression exponentielle dans la distribution des richesses aux États-Unis, c'est-à-dire par rapport au regroupement retenu (qui s'apparente à celui d'une échelle logarithmique) en 50 centiles, 40 suivants, puis 10, 5, 4 et 1.

COMPARAISON AVEC LA FRANCE

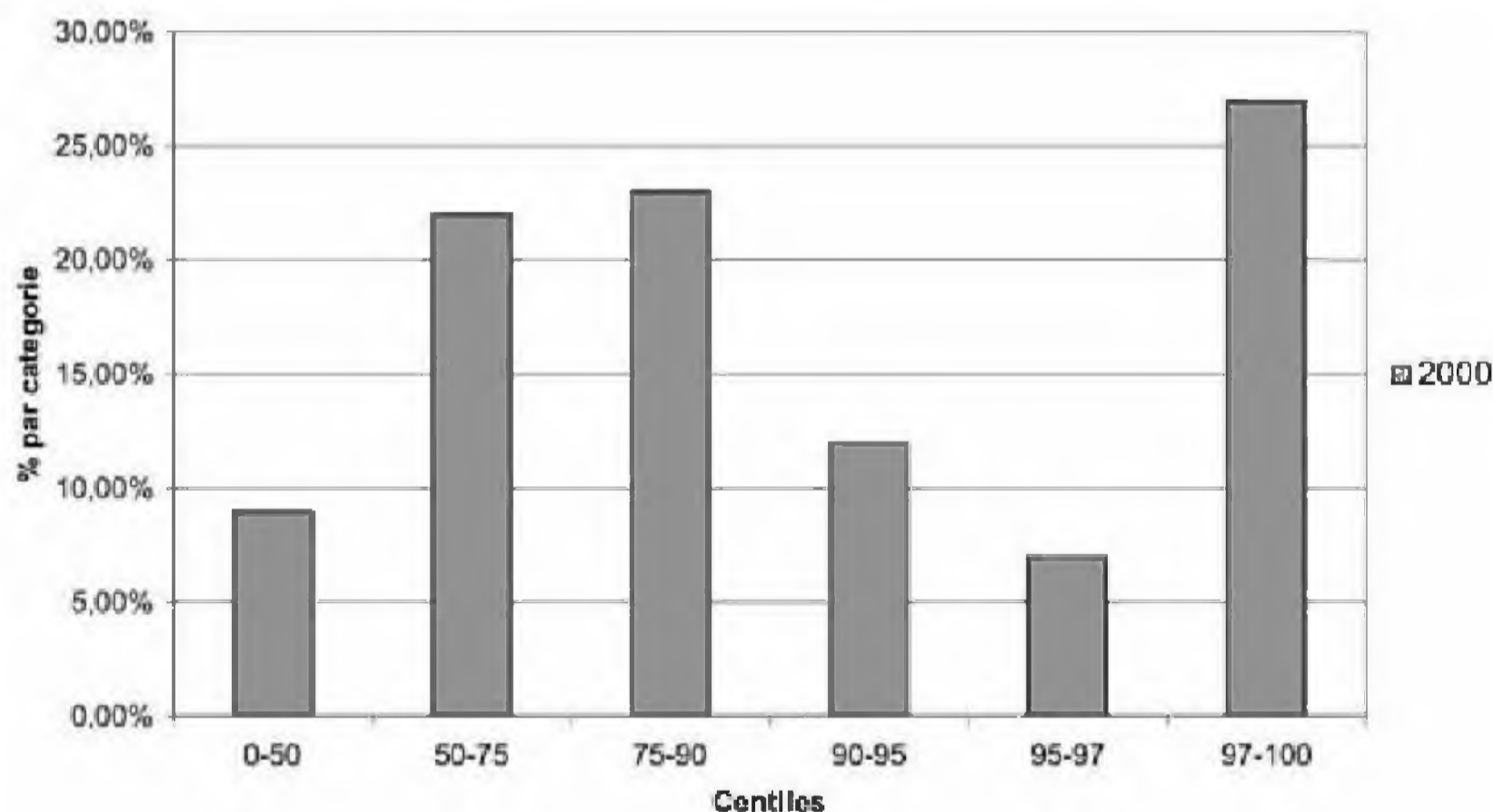
La manière dont les données relatives au patrimoine sont regroupées dans les études statistiques est différente en France. Le principe est toutefois le même que celui adopté aux États-Unis, à savoir que l'on constitue des catégories spontanées de manière à ce qu'elles contiennent toutes des pourcentages du même ordre. Les données de l'INSEE adoptent un principe de regroupement qui permet de constituer les groupes hétérogènes suivants : 1) la moitié de la population la moins riche (0 %-49,99 %), 2) le quart suivant de la

population, soit les revenus classés entre la médiane et le soixante-quinzième centile, 3) les quinze centiles suivants, entre le soixante-quinzième et le quatre-vingt-dixième centile (50 %-89,99 %), 4) les cinq centiles suivants, à savoir entre le quatre-vingt-dixième centile et le quatre-vingt-quinzième (90 %-94,99 %), 5) les quatre-vingt-quinzième et quatre-vingt-seizième centiles (95 %-96,99 %), 6) enfin, les trois derniers centiles (97 %-100 %).

France	0-50	50-75	75-90	90-95	95-97	97-100
1992	8,00 %	20,00 %	23,00 %	12,00 %	7,00 %	30,00 %
2000	9,00 %	22,00 %	23,00 %	12,00 %	7,00 %	27,00 %

Le diagramme correspondant est celui que l'on trouve en figure 5.

FIGURE 5. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE
DANS LA POPULATION FRANÇAISE EN 2000



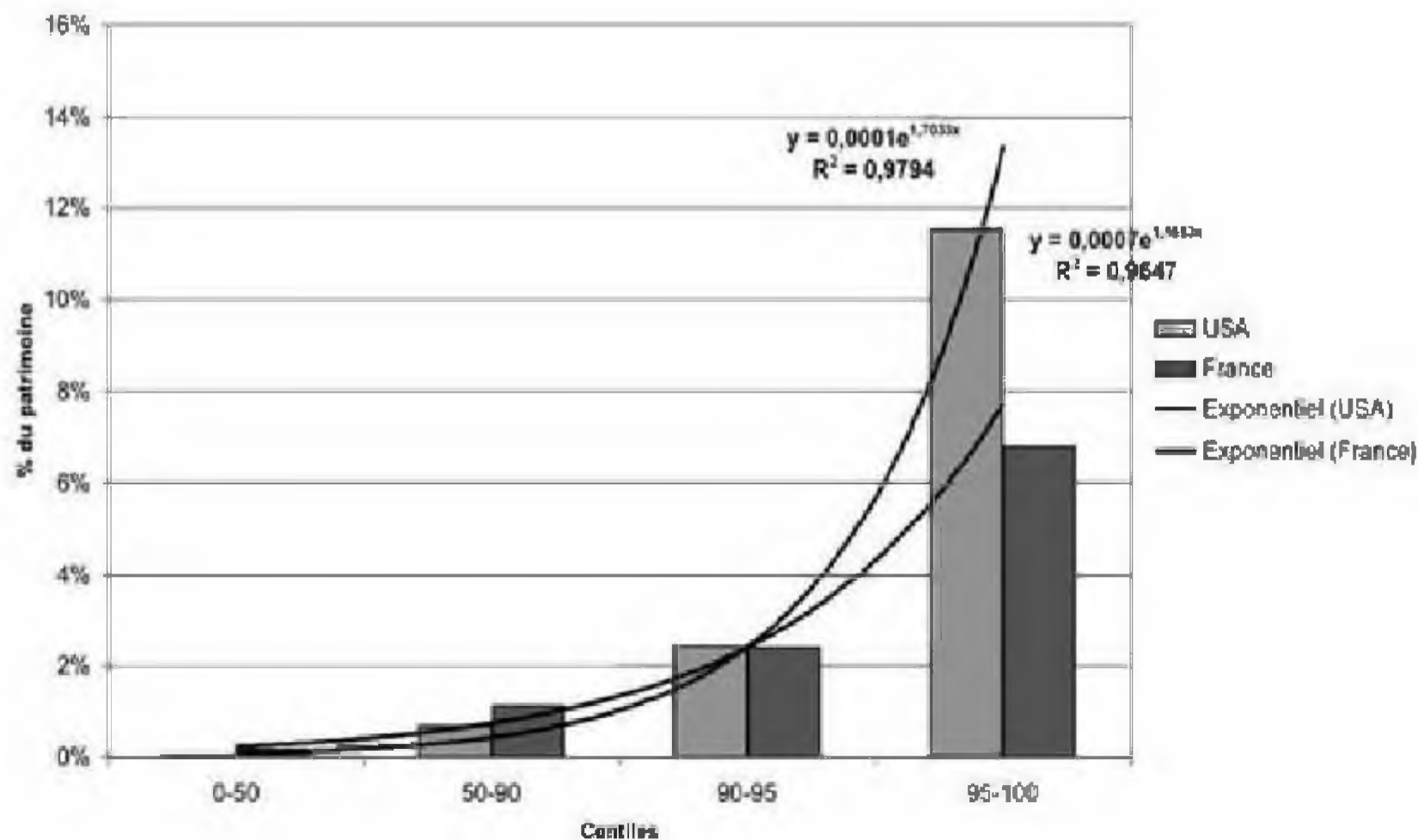
On notera qu'en raison d'un regroupement différent de celui adopté aux États-Unis, ni le tableau ni la figure ne sont strictement comparables avec les données américaines. On peut toutefois noter tout de suite que la moitié de la population française la moins riche se partage 9 % de la richesse contre moins de 3 % aux États-Unis. À l'autre extrémité de l'éventail, 3 % de la population française se partagent un peu moins du tiers de la richesse alors qu'aux États-Unis un seul pour cent de la population détient près du tiers de la richesse. Enfin, la répartition en France, au contraire des États-Unis, s'est resserrée sur la période récente : les plus fortunés sont devenus moins riches alors que les 50 % de la population en dessous du patrimoine médian sont devenus plus riches.

On obtient une comparaison valide des États-Unis et de la France en constituant des catégories strictement identiques, au prix bien sûr d'une certaine perte de « résolution » puisqu'il n'y a plus alors que quatre catégories. Voici ce que cela donne si l'on compare les chiffres pour la France en 2000 avec ceux des États-Unis en 2001.

	0-50	50-90	90-95	95-100
USA 2001	0,06 %	0,69 %	2,42 %	11,54 %
France 2000	0,18 %	1,13 %	2,40 %	6,80 %

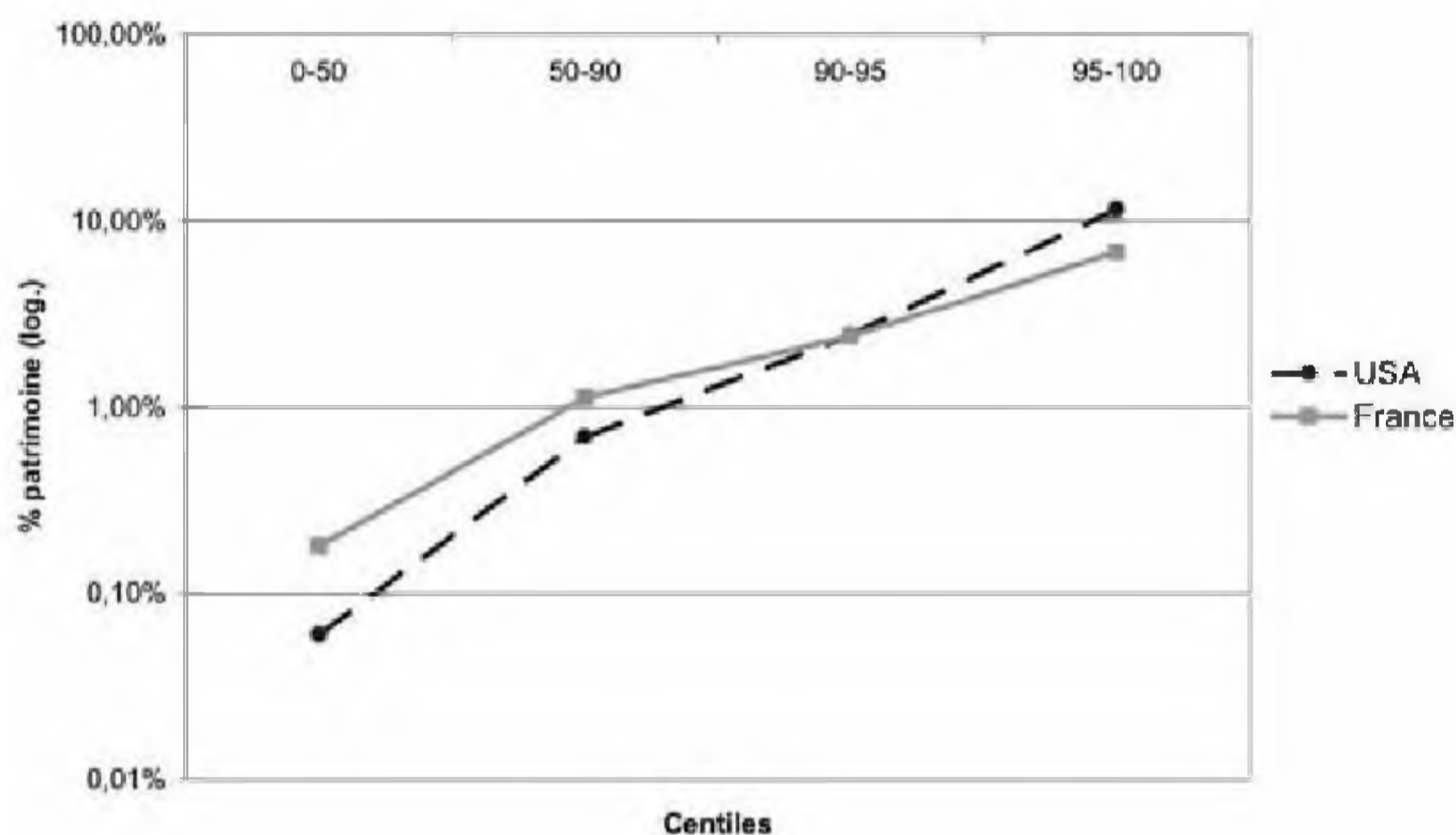
Les chiffres bruts par catégorie ont été standardisés en les divisant par le nombre de centiles de la population qui sont regroupés en son sein. On retrouve l'observation déjà faite que la moitié des Français les moins fortunés ont accès à une proportion trois fois plus grande du patrimoine que la moitié la moins nantie des Américains. Quant aux 5 % d'Américains les plus riches, ils disposent d'une part du patrimoine 1,7 fois plus grande que les 5 % de Français les plus fortunés. Autre remarque, si l'on s'intéresse aux 40 % de la population situés entre la médiane et le décile le plus fortuné, chaque centile de cette sous-population possède en France un peu plus d'un centième de la fortune, soit à peu près ce qu'on observerait dans le cas d'une répartition égalitaire. La même sous-population aux États-Unis ne dispose que des sept dixièmes de ce qui lui reviendrait dans le cas d'une distribution égalitaire.

FIGURE 6. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE AUX ÉTATS-UNIS ET EN FRANCE



La figure 6 (*page précédente*) met côte à côte la répartition du patrimoine aux États-Unis en 2001 et en France en 2000. J'ai fait passer les courbes d'une progression exponentielle des données par les points de chacune des distributions. Comme on l'avait déjà vu se dégager des chiffres, la courbe des données américaines est beaucoup plus raide que celle qui vaut pour la France : elle part de plus bas et grimpe plus haut.

FIGURE 7. – RÉPARTITION DU PATRIMOINE AUX ÉTATS-UNIS ET EN FRANCE (LOGARITHMIQUE)



La figure 7 représente les mêmes données par rapport à une échelle logarithmique pour les pourcentages. Les deux séries de données, celles de la France comme celles des États-Unis, sont à peu près linéaires, confirmant que l'on a bien affaire à des distributions exponentielles dans le cadre du regroupement en centiles adopté (50, puis 40, 5 et 5). La pente est cependant beaucoup plus accentuée pour les États-Unis, indiquant que la disparité dans la répartition du patrimoine y est considérablement plus marquée qu'en France. C'est ce que l'on s'attendrait effectivement à voir si le trait observé par Alexis de Tocqueville lors de son séjour aux États-Unis en 1831 et 1832 était toujours d'actualité. Il notait en effet que « le prestige qui s'attachait aux choses anciennes ayant disparu, la naissance, l'état, la profession ne distinguent plus les hommes, ou les distinguent à peine ; il ne reste plus guère que l'argent qui crée des différences très visibles entre eux et qui

puisse en mettre quelques-uns hors de pair. La distinction qui naît de la richesse s'augmente de la disparition et de la diminution de toutes les autres¹ ».

RÉPARTITION DU PATRIMOINE EN FONCTION DU GROUPE ETHNIQUE

Pour ce qui touche à la répartition du patrimoine aux États-Unis en fonction des groupes ethniques, la disparité entre la population blanche (à l'exclusion de sa composante latino-américaine) et la population noire se manifeste par une richesse moyenne cinq à six fois plus élevée pour les Blancs que pour les Noirs. L'écart s'était cependant considérablement réduit entre 1989 et 2001 puisque la richesse médiane des Blancs était de 18,5 fois plus élevée en 1989 et seulement de 6,4 fois en 2001.

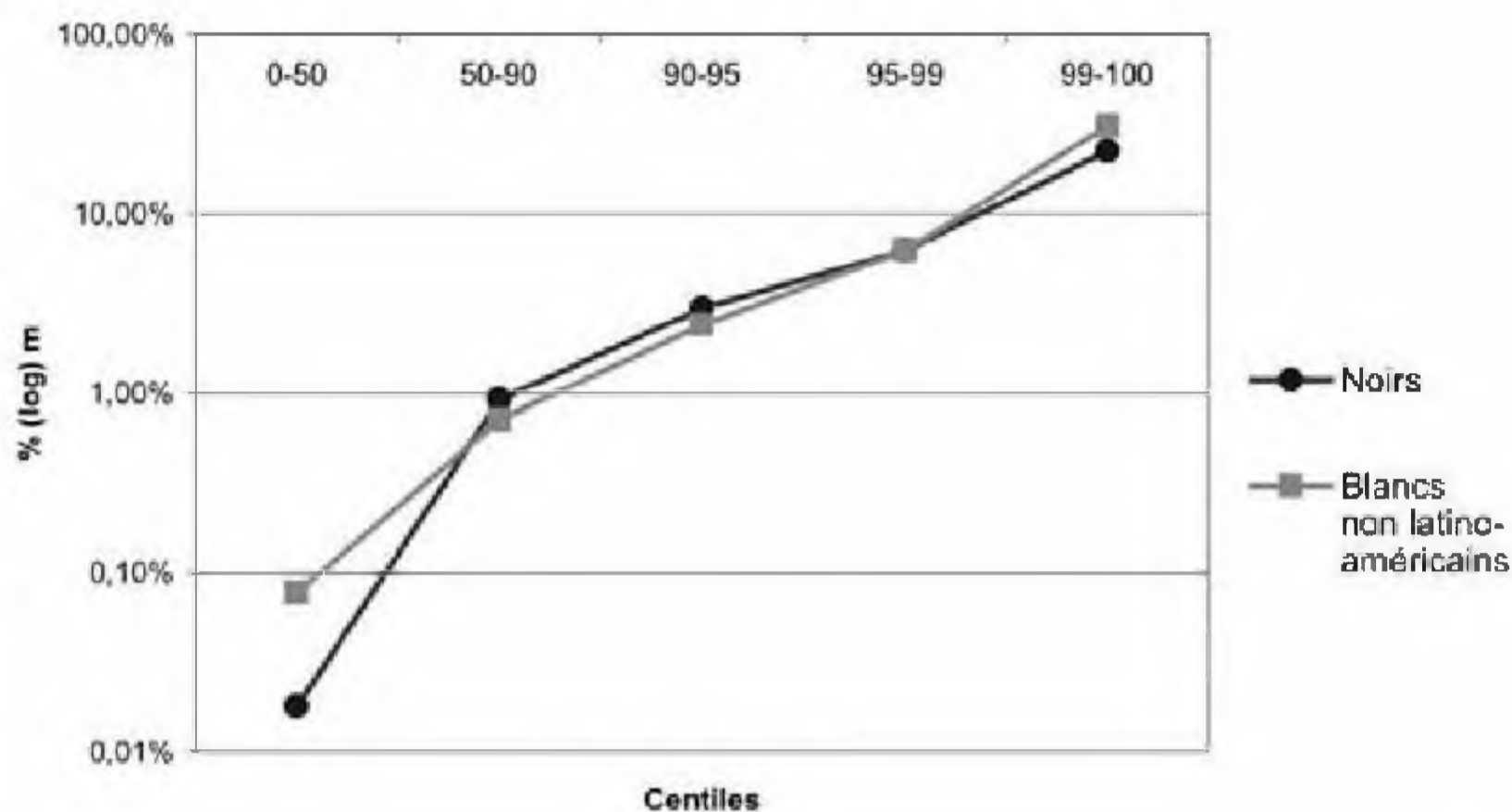
Une autre manière de comparer Blancs et Noirs en 2001 consiste à ignorer la disparité entre les deux groupes en chiffres absolus de la richesse pour concentrer son attention sur la répartition du patrimoine à l'intérieur même de chaque sous-population (chacune totalisant alors 100 %). Voici les chiffres comparatifs :

2001	0-50	50-90	90-95	95-99	99-100
Noirs	0,02 %	0,91 %	2,98 %	6,28 %	22,60 %
Blancs non latino-américains	0,08 %	0,71 %	2,38 %	6,25 %	30,80 %

La figure 8 (*page suivante*) représente sous forme de graphique les mêmes chiffres. On peut observer deux choses : premièrement, que les plus riches parmi les Noirs qui sont, on l'a vu, significativement moins riches que les Blancs en chiffres absolus, sont également moins riches en chiffres relatifs au sein de leur propre sous-population ; deuxièmement – et les différences sont encore beaucoup plus nettes –, la moitié la moins nantie de la sous-population noire ne dispose que d'une quantité négligeable de la richesse globale du groupe : 0,02 % par centile et donc 1 % du total, ce que souligne à ce niveau l'échelle logarithmique.

1. Alexis de Tocqueville, 1840, *De la démocratie en Amérique*, 3^e partie, chapitre XVII : « Comment l'aspect de la société, aux États-Unis, est tout à la fois agité et monotone ».

FIGURE 8. – RÉPARTITION DES RICHESSES
AU SEIN DE DEUX SOUS-POPULATIONS : NOIRS ET BLANCS
(A L'EXCLUSION DES LATINO-AMÉRICAINS)



COMPOSANTES DU PATRIMOINE EN FONCTION DE LA RICHESSE

L'étude réalisée par la Réserve fédérale à laquelle j'emprunte les chiffres bruts de l'analyse qui précède examine aussi la nature du capital dont disposent les différents segments de la population. Je reproduis la partie la plus intéressante de sa conclusion : « Le plus haut décile de la distribution de la fortune contient près de 70 % du patrimoine (69,80 %), constitué de la quasi-totalité des avoirs en obligations, en portefeuille d'actions de sociétés, en capital des firmes familiales (non cotées en bourse) et en investissement immobilier. Les quarante pour cent restants de la moitié la plus riche de la population disposent des mêmes éléments du patrimoine mais en quantités beaucoup plus faibles. Pour certains biens, la fortune de ce groupe est à peu près l'équivalent du pourcentage de la population qu'il représente : il s'agit alors des certificats de dépôt et autres bons d'épargne, des véhicules, des résidences secondaires et des hypothèques. Quant à la moitié de la population qui se situe au-dessous de la médiane du point de vue de la fortune, elle se caractérise par le fait qu'elle ne possède que des quantités minimales des biens mentionnés. Elle possède au contraire la majorité des découverts sur cartes de crédit et des dettes de vente à tempérament. Les véhicules sont le seul capital dont le groupe possède plus du quart du patrimoine national. La part du groupe dans l'immobilier résidentiel n'est pas négligeable, mais du fait que l'endettement

est ici considérable par rapport à la valeur du bien lui-même, cette sous-population ne dispose en réalité que de moins de 10 % de la valeur des maisons d'habitation². »

FACTEURS EXPLIQUANT LE CREUSEMENT DES ÉCARTS

Quatre facteurs principaux peuvent expliquer que les écarts dans la fortune se soient encore creusés aux États-Unis au cours des treize dernières années.

Le système d'imposition

La première présidence de George W. Bush a vu se produire une marche arrière dans le traitement progressif de l'impôt et les mesures qui en ont découlé ont été confirmées sous sa seconde présidence.

La cherté de l'assurance-maladie privée

Ses primes sont non progressives et touchent donc davantage les plus défavorisés. Ceux-ci sont d'ailleurs nombreux à ne pas pouvoir s'offrir de couverture, faute de pouvoir verser des primes au montant prohibitif, et les dépenses relatives à la santé sont mentionnées comme cause principale de la faillite personnelle dans à peu près la moitié des cas – et cela touche aussi bien des personnes qui pourtant cotisent à l'assurance-maladie. L'explication de ce paradoxe apparent est que l'assurance est liée à l'emploi, et le travailleur est le plus souvent licencié lorsque sa maladie se prolonge ; il doit alors supporter seul le paiement de la prime et n'y parvient généralement pas.

Dans une allocution prononcée en mars 2005, Alan Greenspan attirait l'attention sur le fait que les coûts croissants de la santé sont dus essentiellement à la cherté des nouveaux traitements réservés aux cas désespérés : « Les innovations technologiques sont susceptibles d'améliorer considérablement la qualité des soins médicaux et

2. Arthur B. Kennickell, *A Rolling Tide : Changes in the Distribution of Wealth in the U. S., 1989-2001*, Federal Reserve Board, SCF Web Site : <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/scfindex.html>, septembre 2003, p. 15.

peuvent, dans certains cas, réduire le coût des traitements existants. Toutefois, du fait que la technologie élargit l'éventail des traitements possibles, elle est susceptible d'accroître les dépenses globales, et dans certains cas, de beaucoup³. »

La cherté de l'éducation

L'éducation est de plus en plus chère et opère une sélection par l'argent. Ceux qui s'engagent dans de longues études sans avoir le soutien de leurs parents traînent comme un boulet et pour de nombreuses années le remboursement des prêts qu'ils ont contractés durant leurs années d'études. Le rapport de la Réserve fédérale cité plus haut mettait également en évidence que la partie de la population la plus endettée (et donc la plus pauvre en termes de richesse absolue) est constituée de membres des communautés noire et latino-américaine ayant entrepris des études.

Les déséquilibres dans la formation

Dans une allocution prononcée en février 2005, Alan Greenspan réclamait une réforme de l'enseignement et de l'apprentissage afin que la tendance soit renversée qui s'est développée au fil des années, à savoir que le pays compte une importante main-d'œuvre non qualifiée mais ne forme plus de main-d'œuvre qualifiée, en particulier dans le domaine technologique. Il observait que « l'échec de notre société à relever le niveau de compétence d'un segment significatif de notre main-d'œuvre implique qu'une part disproportionnée d'entre elle doit se contenter d'une qualification minimale ». Il notait encore qu'il en résulte « un fossé qui s'élargit entre les plus qualifiés et les moins qualifiés ». Et il tirait de cette nouvelle donne des conclusions générales relatives à la répartition de la richesse : « Dans une société démocratique, une telle bifurcation marquée dans la richesse et dans l'évolution des revenus parmi des couches importantes de la population est susceptible de créer du ressentiment et une polarisation sur le plan politique. Des évolutions sociales de ce type peuvent engendrer des confrontations

3. Alan Greenspan, *Economic Outlook and Current Fiscal Issues*, remarks by Federal Reserve Chairman Alan Greenspan before the Committee on the Budget, U. S. House of Representatives, 2 mars 2005.

sur le plan politique et déboucher sur des politiques économiques malvenues allant à l'encontre de la bonne santé de l'économie et de la société en général⁴. »

LA VRAIE ET LA FAUSSE *MIDDLE CLASS*

Les chiffres que l'on vient d'examiner obligent à réviser la notion si populaire aux États-Unis qu'il n'y existerait pas de « classes sociales » ou, ce qui revient au même, qu'il n'existe qu'une seule classe, celle du milieu : la fameuse *middle class*. On parle en effet de celle-ci aux États-Unis comme on parle de « classe moyenne » en Europe, et la tentation est grande (surtout si l'on a en tête la *middle class* blanche d'origine européenne) d'imaginer que l'on parle en gros d'individus et de familles comparables, aux comportements identiques. Le fait que, dans les conversations aux États-Unis, on fasse spontanément, comme allant de soi, la distinction entre la *lower middle class*, la « classe moyenne inférieure », la *middle middle class*, la « classe moyenne moyenne » et la *upper middle class*, la « classe moyenne supérieure » suggère à l'envi que la *middle class* n'est pas une catégorie qui peut rendre compte des différences que tout un chacun observe dans la vie quotidienne.

Il ne me sera pas nécessaire par la suite d'établir des distinctions très fines et je me contenterai donc de reprendre le partage fait par Arthur B. Kennickell dans l'étude de la Réserve fédérale et qui m'a permis d'analyser la distribution du patrimoine aux États-Unis. Je rappelle qu'examinant les composantes du patrimoine, il distinguait : le décile le plus élevé, les 10 % de la population les plus riches (disposant de 69,8 % du patrimoine national), les 40 % restants de la moitié supérieure de la population (27,4 % du patrimoine) et, finalement, la moitié inférieure (2,8 %) dont la part de patrimoine, avec 0,06 % de la richesse par 1 % de la population, peut être considérée comme négligeable.

Pour que le vocabulaire utilisé reste évident, j'appellerai le premier groupe « les riches », le deuxième, « la classe moyenne (authentique) » (*[true] middle class*), et le troisième, « la fausse classe moyenne » (*bogus middle class*).

4. Alan Greenspan, *Fed Chairman Alan Greenspan's Prepared Remarks on the Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, 16 février 2005.

La contribution de l'immobilier à la précarité des ménages

Paradoxalement peut-être, l'accession massive de la population à la propriété de son logement (avec plus de deux tiers de propriétaires) constitue à l'heure actuelle le deuxième facteur de faiblesse du capitalisme américain du fait qu'elle contribue massivement à la précarité des ménages. La raison de cette vulnérabilité résulte, comme on vient d'en avoir un aperçu à propos de la répartition du patrimoine, et comme on va le voir maintenant de manière plus détaillée, du caractère forcé de cette prouesse que constitue l'accession d'une grande majorité des ménages à la propriété de leur logement et des tentations d'endettement additionnel qu'autorisent les structures qui la facilitent.

On l'a vu, la moitié de la population la moins prospère ne dispose en réalité que d'une fraction minuscule du patrimoine national. Cela se reflète dans le fait que, propriétaire en titre de sa résidence, elle ne possède effectivement qu'un dixième de ce capital. Il va de soi que, si 67,8 % des ménages sont propriétaires de leur logement, une partie d'entre eux doivent nécessairement appartenir à la moitié de la population qui se partagent 2,8 % du patrimoine national, celle que j'appelle la « fausse classe moyenne ».

On peut distinguer trois composantes à cette contribution de l'immobilier à la précarité des ménages. La première a déjà été longuement évoquée, et je vais maintenant examiner les deux autres.

Le premier facteur, c'est donc le dysfonctionnement des organismes qui assurent le subventionnement de l'immobilier résidentiel,

Fannie Mae et Freddie Mac, écartelés entre leurs objectifs contradictoires de mettre en application la politique sociale du gouvernement et de servir leurs actionnaires.

Le deuxième facteur de fragilité est le fait que les populations capables de supporter les charges annexes de leur logement, la « vraie classe moyenne », contractent de nouveaux prêts hypothécaires à partir du capital captif dans celui-ci pour faire face à d'autres types d'endettement (cartes de crédit, par exemple), épuisant ainsi leurs réserves aussitôt qu'elles se constituent et s'exposant à perdre leur logement lorsqu'elles doivent faire face à des dépenses imprévues ou voient leurs revenus diminuer (du fait de la perte d'un emploi, d'un divorce, d'une maladie ou d'un décès).

Le troisième facteur réside dans le fait que le subventionnement du secteur permet qu'accèdent à la propriété de leur logement des populations (la « fausse classe moyenne ») qui ne disposent pas des moyens financiers pour en supporter les charges annexes ; elles se retrouvent ainsi rapidement insolvables et deviennent les victimes toutes désignées de compagnies et d'individus qui tirent parti de leur précarité.

Les auteurs d'un ouvrage intitulé *The Fragile Middle Class. Americans in Debt* (« La classe moyenne fragile. Les Américains endettés ») établissent le bilan de la situation de la manière suivante : « Il peut paraître étrange que l'accession à la propriété fasse partie de la longue liste des malheurs de la classe moyenne ; notre recherche indique cependant qu'elle joue effectivement un rôle déterminant dans sa détresse financière. S'endetter pour acheter un logement de la même manière qu'utiliser immodérément sa carte de crédit sont autant de façons délibérées de se retrouver empêtré dans des difficultés financières. Au contraire, nul ne perd son emploi, ne tombe malade ou ne se blesse intentionnellement et l'accumulation de malentendus qui finissent par déboucher sur un divorce est spécifique à chaque mariage. Mais un logement fait l'objet d'une acquisition volontaire et les engagements financiers qui l'accompagnent le sont aussi, et souvent acceptés avec enthousiasme. Il est vrai que, semblable à l'endettement par carte de crédit, le prêt hypothécaire se prête aux techniques de vente musclées mais, à la différence de ce dernier, l'endettement qui permet d'accéder à la propriété de son logement se distingue, lui, par sa respectabilité. Il est peu probable que vos amis vous félicitent lorsque vous atteignez

le plafond du crédit sur votre carte Visa, mais ils vous inviteront à prendre un verre pour célébrer votre qualification pour le prêt au logement qui vous permettra d'acquérir la demeure de vos rêves. Même dans le climat actuel d'usage inconsidéré de la carte de crédit, le sentiment reste répandu que celle-ci est dangereuse et que sa sur-utilisation signale une attitude irresponsable. Acheter une maison, au contraire, est rarement condamné, et le plus souvent chaleureusement approuvé¹. »

Une fois une proportion importante de la population propriétaire de son logement (les 40 % d'avant la Seconde Guerre mondiale), l'accession à la propriété, en sus de ses qualités intrinsèques (dont j'ai fait plus haut l'inventaire), devint la marque de « respectabilité » qu'évoquent Sullivan, Warren et Westbrook et, en particulier pour les membres de la « fausse » classe moyenne, le signe extérieur de leur appartenance à la vraie. Cette accession se transforme du coup en un but en soi et l'on cesse de porter l'attention qu'elle mérite à la faisabilité de l'entreprise au plan individuel : chacun, quelles que soient ses circonstances financières particulières, peut y prétendre, et s'il ou elle affirme qu'il y a là un droit, il ou elle trouvera une oreille bienveillante au niveau des organismes locaux ou des *non-profit* (des associations) pour confirmer qu'il en est bien ainsi.

Aucune nation ne soutient avec autant de force que les États-Unis les idées contradictoires que chacun a le droit de s'enrichir autant que son talent le lui permet, mais qu'il faut aussi que, au bout du compte, chacun se retrouve détenteur des mêmes possessions enviées. Ce qui permet d'éliminer la contradiction au niveau des représentations, c'est d'une part l'existence d'une institution libérale comme la faillite personnelle américaine qui, jusqu'à très récemment en tout cas, s'évertuait à offrir une chance supplémentaire à celui qui n'avait pas su saisir la précédente ; et c'est d'autre part le mépris qui touche celui qui, en dépit de ce filet de rattrapage, s'entête à gâcher les chances qu'on lui ré-offre inlassablement ou, pire encore, préfère les ignorer superbement : le saboteur du rêve américain, le *loser*, le raté. Cette représentation s'accorde en réalité parfaitement avec l'idéologie puritaine qui constitue encore aujourd'hui le cadre idéologique de la majorité du peuple américain – j'y reviendrai plus loin.

1. Teresa A. Sullivan, Elizabeth Warren et Jay Lawrence Westbrook, 2000, *The Fragile Middle Class. Americans in Debt*, Yale University Press, New Haven, p. 242.

LE CERCLE VICIEUX DE LA COTE DE CRÉDIT

Moins sa cote est élevée, plus cher est le crédit qu'un emprunteur pourra obtenir. La cote FICO s'avère dans la pratique un excellent pronostic des défaillances et des faillites personnelles. Celui qui ne bénéficie que d'une cote médiocre voyant en conséquence son budget se grever encore davantage à l'occasion de chaque emprunt en raison de son coût plus élevé, certains se sont posé la question de savoir si la cote de crédit n'était pas tout simplement la cause elle-même des effets constatés.

L'hypothèse mérite d'être examinée sur un exemple.

LTV	FICO	Taux d'intérêt
82,5 %	560	11,10 %
82,5 %	760	3,55 %
97,5 %	560	17,58 %
97,5 %	760	5,48 %

Je rappelle que la LTV est le rapport entre la valeur du prêt et celle de la propriété. Les chiffres présentés ici ne sont pas imaginaires : ce sont les taux d'intérêt fixe minimaux réels pour un prêt *home equity* de quinze ans dans une banque américaine en février 2003.

Examinons maintenant les paiements mensuels pour un prêt de 30 000 dollars selon les différentes configurations.

PAIEMENT MENSUEL

LTV	FICO	Taux d'intérêt	Montant en dollars
82,5 %	560	11,10 %	342,87
82,5 %	760	3,55 %	215,20
97,5 %	560	17,58 %	474,09
97,5 %	760	5,48 %	244,81

Pour les deux scénarios de LTV, le paiement mensuel est beaucoup plus élevé pour l'emprunteur avec une cote FICO faible, et près du double quand la LTV est de 97,5 %.

Introduisons maintenant le taux d'endettement DTI (*debt to income*), l'index généralement utilisé par les bailleurs de fonds pour accepter ou rejeter un candidat à l'emprunt. Attribuons des revenus annuels plausibles aux ménages : 25 000 dollars pour celui dont la cote FICO est de 560 et 100 000 dollars pour celui dont la cote FICO est de 760.

DTI

LTV	FICO	Taux d'intérêt	Montant en dollars	Taux d'endettement
82,5 %	560	11,10 %	342,87	16,46 %
82,5 %	760	3,55 %	215,20	2,58 %
97,5 %	560	17,58 %	474,09	22,76 %
97,5 %	760	5,48 %	244,81	2,94 %

Les taux d'endettement varient maintenant pour les emprunteurs dont la cote FICO est élevée et ceux dont elle est faible d'un coefficient de 6 à 8 en fonction du scénario retenu pour le rapport du montant du prêt au prix de la maison. Je rappelle que le montant du prêt est identique pour les deux emprunteurs. Les chiffres soulignent cependant à quel point les paiements grèvent davantage le budget du consommateur à la cote FICO de 560 que celui du consommateur dont la cote FICO est de 760. Et la raison n'est rien d'autre qu'une projection dans l'avenir de son comportement passé d'emprunteur. En pénalisant à ce point le consommateur disposant d'une cote médiocre par rapport à celui qui en possède une bonne, on l'accable encore davantage, rendant ses paiements futurs encore plus problématiques. Il est vrai que la projection est basée sur des faits (j'ai supposé que la cote est correctement attribuée) et que le coefficient multiplicateur ne reflète, lui, qu'une estimation du risque de défaillance réellement encouru par le bailleur de fonds. Il n'en reste pas moins que, si le consommateur au profil médiocre n'est pas rejeté par le système, il n'est autorisé à y participer que dans des conditions qui lui sont extrêmement défavorables.

On a vu que ne sont pas pris en considération dans la cote FICO – et sont mêmes explicitement exclus de son calcul par la loi – les renseignements relatifs au sexe, à la race, à l'âge, à la religion, à l'origine nationale ou au statut marital. Cela n'a pas empêché des représentants de minorités ethniques de faire remarquer que le

rating des personnes à l'aide de la cote FICO est dans les faits systématiquement défavorable aux membres de ces sous-populations. Interrogée, Sally Taylor-Shoff, directeur des produits de risque des bureaux de crédit chez Fair, Isaac & Company, observait : « Bien que la cote soit souvent évoquée dans la même foulée que la question de l'accès équitable au crédit à la consommation (*fair lending*), ces deux problèmes sont distincts. Il est clair que tout processus, qu'il soit à connotation morale ou d'ordre purement statistique, qui prend en considération comme facteurs de décision dans l'attribution du crédit les dettes actuelles, le passé du consommateur en matière de crédit et les incidents de parcours qu'il a pu connaître dans ce domaine, trouvera un taux de rejet plus élevé dans les zones où les minorités ethniques se trouvent concentrées. Cela ne devrait pas causer de surprise dans une société où il existe une distribution inégale des revenus, de la propriété, de la fortune et de l'éducation². »

SECTEURS « PRIME » ET « SOUS-PRIME »

Il existe aux États-Unis deux secteurs distincts dans le domaine du crédit à la consommation : le secteur *prime*, c'est-à-dire de première qualité, et le secteur *subprime*, « sous-prime ». Faute d'une traduction heureuse de ces deux termes en français, je parlerai ici de « prime » et de « sous-prime ». Dans le domaine du prêt-logement, le secteur sous-prime est en vaste expansion : il représentait 9 % du marché en 2002 et le secteur prime les 91 % restants ; en 2004, les chiffres respectifs étaient de 20 % et 80 %. La distinction reflète une évaluation spontanée du risque encouru par le bailleur de fonds de perdre tout ou partie de sa mise : le consommateur prime est considéré de ce point de vue comme représentant un risque négligeable, alors que le consommateur sous-prime est censé représenter un risque de défaillance élevé³. Les chiffres confirment la validité

2. Sally Taylor-Shoff, « Shedding new light on credit scoring », *Mortgage Banking Magazine*, mars 1997, p. 56.

3. Un rapport diffusé en mai 2006 par l'agence de *rating* Standard & Poor's corrige ses pronostics antérieurs en affirmant que le risque est plus élevé dans le secteur *subprime* qu'envisagé antérieurement et que, au contraire, le risque dans le secteur *prime* est moindre.

de cette perception : en 2003, seulement 1,12 % des prêts hypothécaires primes avaient donné lieu à saisie ou présentaient un retard de paiement de plus de trois mois, contre 7,36 % des *mortgages* sous-primes dans cette même situation. De plus, si l'on considère comme étant en grave difficulté les prêts hypothécaires présentant un retard de paiement de plus d'un mois mais de moins de trois mois, 8,87 % des *mortgages* sous-primes présentaient cette caractéristique, contre 2,84 % seulement des *mortgages* primes⁴.

Dans l'esprit des prêteurs, le point de basculement entre les deux secteurs est marqué par le seuil de 620 points sur l'échelle de la cote FICO. Si personne ne semble douter aux États-Unis de la légitimité du partage du crédit personnel entre secteurs prime et sous-prime, l'attribution d'un prêt sous-prime à un emprunteur dont la cote FICO serait supérieure à 620 est, elle, au contraire considérée comme un abus. Dans une allocution prononcée en mai 2004, Edward Gramlich, l'un des membres du conseil de la Réserve fédérale, affirmait qu'il en allait en réalité ainsi pour près de la moitié des contractants d'un prêt hypothécaire sous-prime⁵.

Vu cette fois du point de vue de l'emprunteur, et en raison du contexte sociologique et politique sur lequel je reviendrai plus loin, son rattachement à l'un ou l'autre de ces deux secteurs signale en réalité si l'obtention du prêt constituera pour lui une opération avantageuse ou non. En effet, alors que le crédit personnel apparaît comme une opération qui bénéficie à la fois au prêteur et à l'emprunteur dans les cas qui relèvent du secteur prime, il s'agit, comme on le verra, dans le cas du crédit sous-prime, d'une transaction qui bénéficie unilatéralement au bailleur de fonds. Si l'on fait un pas en arrière et que l'on repense à la catégorisation que j'ai établie précédemment sur la base de la répartition du patrimoine aux États-Unis entre *riches*, *classe moyenne* (« authentique ») et *fausse classe moyenne*, les *riches* sont absents du partage du secteur du crédit personnel entre prime et sous-prime – ils règlent comptant les transactions qu'ils réalisent –, la *classe moyenne* correspond au secteur prime et la *fausse classe moyenne* au secteur sous-prime.

4. Edward M. Gramlich, *Subprime Mortgage Lending : Benefits, Costs, and Challenges*, remarks by Federal Reserve Governor Edward M. Gramlich, at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, 21 mai 2004.

5. *Ibid.*

La spécificité du crédit « sous-prime »

Le cadre général dans lequel se situe le calcul du taux d'intérêt attaché à un prêt est celui-ci : le bailleur de fonds prend comme plancher le taux qu'il doit lui-même payer pour s'alimenter en fonds, y ajoute une part de taux qui représente (tous calculs faits) son profit et intègre finalement une dernière part de taux représentant la prime d'une assurance contre le risque encouru par lui que le prêt ne soit pas entièrement remboursé à l'échéance.

Dans ce cadre général, comme on a pu le voir sur un exemple chiffré, la troisième composante, celle qui reflète le risque de défaillance, pénalise sérieusement le consommateur dont la cote de crédit est médiocre. C'est là le faible prix à payer, dira-t-on, pour la personnalisation du crédit, qui permet que le bon payeur ne soit pas pénalisé par les frasques du mauvais. Dans le cas du secteur sous-prime – et j'insiste là-dessus : je ne parle plus ici de prime reflétant le risque réel couru par le prêteur de ne pas être remboursé mais de la deuxième composante, de son profit, la part du taux qui représente le profit du bailleur de fonds est de 3 à 6 % plus élevée que dans le secteur prime, sans autre justification à cela que le rapport de force extrêmement défavorable au consommateur. Viennent s'ajouter encore d'autres éléments qui constituent autant d'abus. Je vais brièvement en dresser l'inventaire avant de m'intéresser aux implications de cet état de fait scandaleux.

Le prix du crédit « sous-prime »

- *Les frais de constitution de dossier.* – Dans le cas du crédit sous-prime, les frais de constitution de dossier sont majorés, jusqu'à représenter 5 à 10 % du montant du prêt, contre environ 1 % dans le secteur prime.

- *La « prime d'écart de taux ».* – Une problématique tout à fait générale, et qui couvre donc aussi bien les prêts du secteur prime que ceux du secteur sous-prime, est ce qu'on appelle en anglais la *yield spread premium*, la « prime d'écart de taux ». Le courtier qui négocie avec un consommateur les termes d'un prêt a à sa disposition un barème qui répertorie les taux planchers qu'il lui est loisible d'accorder. Comme je viens de le dire, ceux-ci sont calculés en fonction du

coût du financement propre de la firme qu'il représente, de sa marge de profit et de la prime de risque qui correspond à la configuration spécifique que constitue la transaction en question, à savoir la combinaison, pour ce qui touche au consommateur, de sa cote FICO et, pour la propriété, de sa *loan to value* (sa LTV) – le rapport, je le rappelle, entre le montant du prêt demandé et la valeur de l'habitation sur le marché immobilier. Tout en prenant cette grille de taux planchers comme référence, le courtier est libre de formuler les conditions de son offre comme bon lui semble et en particulier, bien entendu, à un taux bien supérieur à celui que mentionne le barème.

J'ai expliqué dans la première partie de l'ouvrage – dans le cadre d'une présentation du marché boursier – la différence qui existe, du point de vue de leur revente à un tiers par le prêteur original, entre un prêt « à parité », un prêt donnant lieu à une *prime* ou, au contraire, à une *ristourne*. La « prime » dont il est question ici n'est ni la prime qui correspond au risque encouru dans le cas d'une assurance, ni du secteur « prime » par opposition à « sous-prime » dans le cas du crédit à la consommation, mais de la prime qui résulte pour son prêteur du fait qu'un emprunt a été contracté à un taux plus élevé que celui qui vaut présentement sur le marché.

Je rappelle la problématique en quelques mots. Lorsque le taux d'intérêt associé à un prêt est celui qui a cours en ce moment même sur le marché pour un prêt de la durée qui reste à courir, le juste prix du transfert entre le prêteur actuel et un tiers qui se substitue à lui est le montant exact qui reste à rembourser, et on dit dans ce cas que le prêt est « à parité ». Lorsque le taux associé au prêt est supérieur au taux du marché pour la même échéance, le prêt vaut davantage que le montant restant à rembourser ; le montant exact de la « prime » à ajouter à la somme encore due peut être établi en calculant la différence entre les intérêts qui seront effectivement versés et ceux qui seraient perçus si le prêt avait été consenti au cours actuel du marché pour la même maturité. Cas inverse, celui d'un prêt dont le taux est inférieur à celui qu'offre le marché et qui devra donner lieu à « ristourne » pour trouver acquéreur ; la ristourne qui sera déduite du montant de principal qui reste à rembourser pour établir le juste prix sera calculée de la même manière que pour la prime dans le cas précédent : en comparant les intérêts qui seront effectivement payés avec ceux qui auraient été perçus dans le cas d'un prêt au taux actuel plus élevé du marché.

Or la commission du courtier est proportionnelle à la « prime », qui est donc la plus-value résultant du fait que le taux associé au prêt est supérieur à celui du taux qui a cours en ce moment pour des emprunts de même durée que la sienne. Le courtier a par conséquent intérêt à gonfler le taux qu'il propose dans sa négociation avec un client éventuel. Si l'emprunteur en accepte les termes abusifs, tant pis pour lui. Il n'y a pas de réel plafond aux taux qui peuvent ainsi être fixés ; la seule protection existant pour le consommateur résulte de la réglementation dite « section 32 (du règlement Z) » qui, dans le cas où le taux excède le total constitué du taux de marché actuel plus 10 % ou si l'ensemble des frais de constitution de dossier représentent plus de 8 % du montant du prêt, oblige le prêteur à prévenir le client des recours dont il dispose dans ce cas et qui interdit un certain nombre de pratiques, telles la fixation du montant du paiement mensuel à un niveau tel que la somme restant due augmente au fil du temps (« amortissement négatif »), les prêts de moins de cinq ans sans amortissement ou encore l'augmentation unilatérale du taux d'intérêt applicable en cas de retard dans les remboursements mensuels.

Mis à part la réglementation que je viens de mentionner, la prévention des abus est entièrement confiée au fonctionnement libre du marché. L'existence d'une concurrence entre les différents bailleurs de fonds et le fait que le consommateur est libre de prospecter l'éventail des prestataires de services pour découvrir ce qui constitue, dans son cas, l'offre le meilleur marché sont censés assurer sa protection contre les abus. Or, dans le cas des populations sous-primées qui se confondent dans la grande majorité des cas, comme nous allons le voir, avec les minorités noire et latino-américaine, les circonstances locales sont telles que le mécanisme de la concurrence ne joue pas réellement et que le client se voit souvent obligé d'acquiescer des taux considérablement plus élevés que le minimum applicable à son cas.

Deux raisons à cela : *primo*, les enquêtes de marché ont démontré que les termes les plus favorables pour un emprunt se découvrent en comparant les chiffres affichés dans les succursales des banques ou sur Internet ; or les quartiers où les membres des minorités se trouvent concentrés ont été désertés par les banques et le mouvement continue de s'amplifier (j'y reviendrai plus loin) et, quant à l'accès à Internet, il est bien sûr subordonné à l'accès à un ordinateur.

Secundo, les minorités découvrent en général une opportunité de prêt à travers un démarcheur qui les contacte par téléphone. Ceux-ci sont formés par leur firme aux tactiques de vente agressives, n'abandonnant leur proie qu'une fois le marché conclu. La plus commune de ces tactiques, appelée *bait-and-switch*, « appâte puis substitue », consiste à présenter à la signature du consommateur un contrat écrit dont les termes sont différents de ceux qui lui ont été présentés oralement ; lorsque celui-ci est latino-américain ou extrême-oriental, sa compréhension d'un contrat rédigé en anglais est en général restreinte, et il n'en découvre alors la teneur exacte qu'ultérieurement, au moment où des pénalités lui sont infligées.

HUD, le ministère américain du Logement, estime que les bailleurs de fonds versent annuellement 15 milliards de dollars aux courtiers en « prime d'écart de taux », c'est-à-dire, comme on vient de le voir, en commissions relatives aux prêts hypothécaires dont le taux est supérieur à celui auquel l'emprunteur aurait droit. Cela représente une somme à peu près équivalente à celle que les organismes prêteurs collectent en frais de constitution de dossier⁶.

• *La pénalité de remboursement anticipé.* – Dans le contexte américain, l'emprunteur ne devrait pas être, en principe, pénalisé au cas où il souhaiterait rembourser tout ou partie de son prêt de manière anticipée. Les *prepayment penalties*, les pénalités de paiement anticipé, existent cependant dans la plupart des États et, alors que seuls 2 % des prêts du secteur prime sont assortis d'une telle pénalité, les prêts du secteur sous-prime sont particulièrement peu épargnés puisque la pénalité est en vigueur pour 80 % d'entre eux. Vu leur mauvaise réputation et la suspicion de malhonnêteté qui les entoure, ces pénalités sont rarement désignées de leur vrai nom et les bailleurs de fonds préfèrent parler à leur propos de *deferred fee*, littéralement : « frais différés », ou d'*early-termination fee*, de « frais de résiliation précoce ». En général, la période durant laquelle la pénalité est en vigueur est fixée à un, trois ou cinq ans. Son montant peut être très élevé : certains bailleurs de fonds réclament une somme représentant un pourcentage du principal remboursé, par exemple 2 % ; une norme communément appliquée est une somme équivalant à six mois d'intérêts sur le principal

6. Docket No. FR-4727-P-01, *Federal Register*, 29 juillet 2002, p. 49170.

remboursé ou sur une fraction de celui-ci, 80 % par exemple. La pénalité n'est pas applicable si la somme remboursée de manière anticipée est inférieure à 20 % de celle qui reste due.

La *yield spread premium*, la « prime d'écart de taux » dont il a été question précédemment, constitue, en combinaison avec la *pénalité de paiement anticipé*, une source supplémentaire de charge financière en ce qu'elle encourage le bailleur de fonds à insister pour que le prêt soit assorti d'une telle pénalité. En effet, l'existence d'une « prime » dévoile que le taux d'intérêt associé au prêt est excessif par rapport au contexte actuel du marché et que, disposant d'une meilleure information, le consommateur aurait pu obtenir ailleurs un taux d'intérêt plus intéressant – et les spécialistes de la branche savent que cet écart de taux, au moment où le prêt est consenti, est l'un des principaux facteurs qui déterminent la propension au paiement anticipé. Le prêteur n'ignore pas que le consommateur peut se voir transmettre un jour ou l'autre une information plus complète (et c'est en général un bailleur de fonds concurrent qui la lui livrera), auquel cas il voudra refinancer son prêt. C'est cette éventualité que cherche à éviter le prêteur qui encouragera donc le courtier à assortir le contrat d'une clause de *pénalité de remboursement anticipé*. Celle-ci obligera l'emprunteur à comparer le bénéfice qu'il obtiendra d'un refinancement éventuel avec le montant qu'il devra acquitter pour pouvoir résilier son contrat.

Une autre incitation financière à assortir les prêts hypothécaires de pénalités de paiement anticipé réside dans le fait qu'ils sont aujourd'hui le plus souvent titrisés sous la forme de *mortgage-backed securities*, c'est-à-dire regroupés par paquets de plusieurs milliers à la fois afin d'être revendus sous forme d'obligations à des investisseurs. Tout facteur d'incertitude relatif aux intérêts versés ou à l'échéancier du remboursement du principal contribue à faire baisser la valeur d'une obligation. La pénalité de paiement anticipé découragera un certain nombre d'emprunteurs, améliorant du coup la prévisibilité du calendrier de l'amortissement. La pénalité elle-même constitue pour l'investisseur une compensation substantielle au cas où l'emprunteur déciderait quand même de passer outre. Une *mortgage-backed security* dont les prêts hypothécaires sous-jacents sont assortis d'une pénalité de paiement anticipé est donc particulièrement prisée.

Un courtier déclarait à un journaliste du *Wall Street Journal* en mars 2005 que la commission qu'il percevait lorsqu'un prêt hypothécaire était assorti d'une pénalité de paiement anticipé pouvait représenter jusqu'à 10 000 dollars pour un prêt d'un montant élevé⁷.

- *Les taux « taquins »*. – Conscients qu'ils ont affaire à des consommateurs défavorisés, les prêteurs du secteur sous-prime s'efforcent de cacher autant que faire se peut à leurs clients le coût réel de leur emprunt. La loi les en empêche partiellement en les forçant à communiquer au client l'APR (*annual percentage rate*) qui s'applique à son dossier. L'APR est le « taux effectif » du prêt. En effet, pour que l'ensemble des frais qui l'accompagnent soient pris en compte, et pour permettre au consommateur de comparer à l'aide d'un seul chiffre l'éventail des options qui s'offrent à lui, la loi oblige l'organisme prêteur à communiquer au client le taux d'intérêt « tout compris », qui combine le taux qui s'applique au prêt et la surcharge résultant des frais divers qui s'y ajoutent. Ainsi, le taux d'intérêt du prêt sera par exemple de 8 %, mais l'APR de 8,2 %, les frais de constitution de dossier, de « conclusion » du dossier, etc., constituant l'équivalent d'une surcharge annuelle de 0,2 %.

L'un des moyens utilisés pour appâter le client est le recours à des promotions portant sur la période initiale des remboursements. Celles-ci peuvent prendre la forme de réductions sur le taux d'intérêt consenti. Des taux artificiellement réduits sont appelés *teaser rates*, ce qui peut se traduire par « taux taquins ». La perte n'est qu'apparente pour la banque du fait que la différence entre les intérêts payés au taux taquin et ceux qui constituent les termes réels du contrat sera payée plus tard, passée l'échéance de la période de promotion. Une conséquence de ce report, lorsqu'il s'agit d'un prêt sans amortissement, est que, durant la période où le taux taquin est en vigueur, la dette peut augmenter au lieu de diminuer.

Le mécanisme en est simple, je l'explique en quelques mots. Dans le cas d'un prêt dont le remboursement comprend un amortissement, la somme restant à rembourser diminue progressivement de mois en mois. Ici, le versement des intérêts au cours de la période initiale de promotion est inférieur aux intérêts calculés sur la somme

7. Ruth Simon, « The prepayment trap : lenders put penalties on popular mortgages », *The Wall Street Journal*, 10 mars 2005.

empruntée. La différence entre les intérêts effectivement payés et ceux qui sont dus est alors ajoutée au montant de la somme empruntée, ce qui fait que la dette, au lieu de diminuer régulièrement, augmente au contraire. On parle alors d'« amortissement négatif ». Ce n'est qu'une fois que la période de promotion est terminée que la somme due se met à diminuer, puisque s'applique cette fois un taux renforcé de manière à compenser le taux artificiellement bas de la période initiale.

Conséquence de la manœuvre : si la dette augmente durant la période d'application des taux taquins, elle atteint rapidement, dans le cas de consommateurs sous-primés dont l'apport personnel est minime, voire inexistant, un volant supérieur au prix de la maison, ce qui interdit à l'emprunteur d'envisager la vente de la propriété comme une issue de secours. Une stratégie analogue est utilisée par les banques délivrant des cartes de crédit, j'y reviendrai plus loin.

LE « PRÊT RAPACE »

L'État fédéral, comme on l'a vu, se contente dans les cas d'abus probables (couverts par la section 32 du règlement Z) d'interdire un très petit nombre de cas de figure parmi les plus choquants et oblige simplement le bailleur de fonds à informer l'emprunteur de ses droits et de ses recours possibles – en particulier qu'il lui est loisible de se raviser dans les trois jours ouvrables qui suivent la conclusion du contrat – et des dangers qui le guettent, en particulier de voir son logement saisi en cas de non-paiement. La principale contribution du gouvernement fédéral au débat a consisté à éliminer la notion de « taux d'intérêt usuraire » du domaine des prêts hypothécaires en promulguant en 1980, sous la présidence de Jimmy Carter, l'*Institutions Deregulatory and Monetary Control Act* (« Loi de déréglementation et de contrôle monétaire des institutions »).

Devant cette carence gouvernementale, les divers États de l'Union sont intervenus l'un après l'autre, s'efforçant d'interdire au niveau local les pratiques les plus détestables. L'expression utilisée à leur propos dans les textes légaux est celle de *predatory lending*, autrement dit de « prêt rapace ».

Je mentionnerai, sans entrer dans les détails, les rubriques les plus souvent rencontrées dans les législations des États sur ces questions.

Les prêts accordés en vue de bénéficier de la saisie

La pratique la plus scandaleuse est celle qui consiste pour un bailleur de fonds à accorder un prêt dont les conditions financières sont telles qu'il sait pertinemment que l'emprunteur n'arrivera pas à y faire face sur le long terme, dans le but simplement de tirer profit de la saisie, qu'il sait inéluctable. La décision du prêteur de financer le consommateur est alors fondée non pas sur la capacité de l'emprunteur à verser des intérêts sur une somme prêtée, mais uniquement sur l'*equity*, le capital propre captif dans la maison et dont il entend s'emparer en ordonnant la saisie de l'immeuble.

Ce type d'escroquerie est appelé *flipping*, « chiquenaude ». (Je mentionnerai un peu plus bas une autre pratique frauduleuse appelée, elle aussi, *flipping*.)

La mortgage assurance à prime unique

On a vu que, dans le cas où l'emprunteur n'est pas à même de faire un apport personnel de 20 % au moins, le prêt doit être assorti d'une assurance couvrant la partie manquante. Une manière aisée pour le bailleur de fonds de garantir que les primes seront payées consiste à inclure la totalité des primes dans le montant du prêt initial. La prime unique ainsi calculée couvre la durée entière du prêt, soit souvent les quinze ou trente ans du prêt hypothécaire. Mais cette manière de calculer le montant de la prime ignore le fait que, par exemple, dans le cas d'un prêt de trente ans avec amortissement, aux alentours de la sixième année, 20 % de la somme empruntée auront nécessairement été remboursés et que l'assurance aura cessé du coup d'être requise. Une appréciation du prix des habitations dans la région est à même d'écourter encore davantage cette période.

En 2000, un rapport du ministère américain du Logement consacré aux « prêts rapaces » recommandait que les assurances sur *mortgage* à prime unique soient interdites pour tous les types de prêts au logement. Fannie Mae et Freddie Mac réagirent immédiatement en annonçant qu'elles n'achèteraient plus désormais de

prêts hypothécaires assortis d'une assurance à prime unique. Les États prenaient eux leurs propres dispositions.

Les prêts à « 125 % LTV »

On a vu que, lorsque l'apport personnel est faible et que le prêt est récent, il est très probable que le prix obtenu si la maison était revendue ne couvrirait pas le montant restant à rembourser. On parle alors de *negative equity*, de « capital propre captif négatif ». Il existera évidemment *a fortiori* une *negative equity* si le montant du prêt dépasse la valeur de l'immeuble à l'époque même où il est consenti.

Le marché sous-prime s'est spécialisé dans le prêt dit à « 125 % LTV », où le consommateur emprunte une somme d'un montant équivalent à 125 % de la valeur estimée du logement. Les candidats à l'accession à la propriété qui connaissent par ailleurs des difficultés financières sont friands de ce genre de formule du fait qu'elle dégage des liquidités qui pourront servir à éponger d'autres dettes. Lorsqu'il existe du « capital propre captif positif » dans la maison, parce qu'une partie du prêt a déjà été remboursé ou parce que le marché local de l'immobilier a connu une hausse du prix des habitations – autrement dit lorsque l'occupant est réellement propriétaire d'une partie au moins des murs –, il lui est loisible de mettre ce capital captif en gage d'un nouvel emprunt. C'est là, nous l'avons vu, la formule du *home equity loan*, et les liquidités ainsi dégagées sont généralement utilisées pour rembourser des dettes encourues ailleurs, par exemple sur un prêt-étudiant ou sur des cartes de crédit, et, comme nous l'avons vu aussi, du fait que le gage est la maison d'habitation, le numéraire ainsi obtenu n'est pas imposable. Aucun de ces avantages n'est bien entendu applicable aux 25 % obtenus dans un prêt à « 125 % LTV » en sus des 100 % garantis par la valeur de l'immeuble. Rien n'a été mis en gage pour ceux-ci, et les consommateurs qui imaginent avoir trouvé ici un moyen pratique pour éponger d'autres dettes doivent vite déchanter.

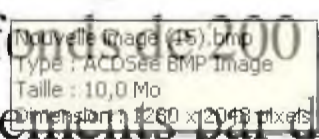
Les refinancements à répétition

On a vu que la législation oblige les bailleurs de fonds à communiquer au consommateur le taux « tout compris », dit APR, où les frais

divers liés au prêt sont assimilés à une surcharge de son taux d'intérêt. Pour qui comprend exactement la manière dont l'APR est calculé, il s'agit effectivement du moyen qui lui permet de comparer objectivement l'ensemble des offres qui lui sont proposées. Le consommateur moins averti se laissera, lui, aisément convaincre par le courtier qui lui affirmera qu'il est de son intérêt de refinancer un prêt à 15 % par un nouveau à 13 %. Comment pourrait-il en être autrement ? Il ne se rendra pas compte que l'avantage apparent du taux moins élevé a pu en réalité être complètement absorbé par les nouveaux frais et commissions générés à l'occasion du refinancement.

Le courtier qui a convaincu au départ un consommateur d'acquiescer un taux exorbitant sur son prêt peut ainsi tout à loisir le recontacter régulièrement pour lui offrir un refinancement à un taux plus favorable, chacune de ces opérations étant pour lui l'occasion de toucher de nouvelles commissions. Cette pratique du refinancement à répétition encouragée par un courtier est qualifiée, comme celle mentionnée précédemment où le bailleur de fonds cherche à saisir l'immeuble, de *flipping*. Il s'agit là aussi de l'une des pratiques dans le collimateur du législateur au niveau des États sous le nom de « prêt rapace ».

ACCÈDENT À LA PROPRIÉTÉ DES POPULATIONS QUI N'EN ONT PAS LES MOYENS

On a vu que l'*American Dream Downpayment Initiative* est une initiative du président George W. Bush prise en 2003 et qui dispose d'un  fonds de 200 millions de dollars par an destiné à aider l'achat de logements par de nouveaux candidats en leur procurant l'apport personnel. Dean Baker, l'un des codirecteurs d'un groupe d'études de gauche, le Center for Economic and Policy Research, se demandait à son propos si la mesure était bien raisonnable. Il écrivait en mai 2004 : « Il est couramment admis que l'accession à la propriété de son logement est la meilleure manière pour les familles à revenus modestes d'accumuler du capital et d'accéder à la classe moyenne. On est obligé de se demander si ce cliché ne doit pas être remis en question : on s'aperçoit en effet que de nombreux ménages à revenus modestes accédant à la propriété découvrent qu'ils sont incapables de conserver leur logement lorsqu'intervient

dans leur environnement familial une perte d'emploi ou tout autre événement majeur, et ils se voient rapidement forcés de revendre. La présence d'une bulle financière sur le marché immobilier dans une partie importante du pays fait de la période actuelle un moment particulièrement mal choisi pour faire accéder des familles à revenus modestes à la propriété de leur logement⁸. »

Le même reproche peut être fait à des initiatives comme celle de Nehemiah, présentée précédemment, où une œuvre charitable procure au candidat à la propriété de son logement l'apport personnel qui lui fait défaut en obtenant la somme soit du vendeur de l'habitation, soit du promoteur quand il s'agit de nouveaux logements⁹. En réalité, la transaction se résume alors à une simple opération comptable, le prix de l'immeuble ayant été grossi dans la proportion exacte du « faux » apport personnel augmenté du montant des commissions. Il s'agit alors, comme dans le cas du second *mortgage* examiné précédemment, appelé lui aussi à financer l'apport personnel, d'un simple stratagème permettant de contourner l'exigence, pourtant bien raisonnable d'un point de vue économique, que l'acheteur d'un logement soit à même d'investir une somme minimale dans l'achat de celui-ci. Ici encore, le remède parvient à masquer le symptôme, mais la cause de la maladie reste ignorée et le malade demeure en tout aussi mauvaise santé qu'auparavant ; pire : l'illusion qu'il est en bonne santé le conduit du coup à prendre des risques auxquels il n'est pas préparé.

Un autre exemple, sur le même thème de l'enfer pavé de bonnes intentions : les conclusions d'une enquête sur les saisies immobilières en Indiana. En 2003, la National Association of Realtors (Association nationale des agents immobiliers) s'est intéressée au taux anormal de saisies de logements en Indiana. L'État, situé dans le Midwest, la partie centrale des États-Unis, présente certains traits spécifiques comme un taux d'immigration déficitaire, le nombre d'individus quittant l'État étant plus important que celui de ceux qui viennent s'y installer, à quoi s'ajoutent des pertes d'emploi sévères dans le secteur industriel dues à l'exportation de ces tâches

8. Dean Baker, « The housing bubble. A time bomb in low-income communities? », *NHI Shelterforce Online*, n° 135, mai-juin 2004.

9. Patrick Barta et Queena Sook Kim, « Home buyers' down payments are now paid by some builders gifts funneled via charities help ownership but also draw criticism as high-default risk », *The Wall Street Journal*, 10 décembre 2002.

vers des pays à main-d'œuvre meilleur marché. On note aussi une proportion plus élevée de propriétaires de leur logement que dans l'ensemble du pays (71,4 % en 2000 contre 67 % dans la nation tout entière) ainsi qu'une progression plus rapide de ce taux que dans le reste des États-Unis : de 4,4 % de 1990 à 2000 pour l'Indiana contre 2,3 % pour le pays dans son ensemble. Quoi qu'il en soit, aucun de ces facteurs n'est à même de rendre compte du nombre important de saisies d'habitations familiales observé. Après avoir éliminé l'une après l'autre les causes possibles, le chercheur en charge de l'enquête a découvert le coupable : le nombre anormalement élevé de saisies dans l'Indiana reflète le nombre lui aussi anormalement élevé de prêts-logements qui bénéficient de l'aide de la Federal Home Association, la FHA. L'étude concluait : « En 2001, la part des prêts patronnés par la FHA était de 17 % au niveau national et de 25 % dans l'Indiana. [...] Le taux de saisies dans l'État s'était mis à dévier significativement du taux national au moment même où le nombre de prêts patronnés par l'agence augmentait dans l'État¹⁰. »

La conclusion à tirer de l'étude était évidente : la FHA aide à accéder à la propriété des ménages qui en réalité ne disposent pas des moyens financiers adéquats. La FHA, comme les organismes qui offrent aux candidats une part ou la totalité de l'apport personnel nécessaire, leur permet de sauter le premier obstacle, celui qui exige que l'acheteur d'un logement dispose au minimum de 20 % de sa valeur et se désintéressent de la suite. Leur attitude signifie qu'ils considèrent cette condition comme n'étant rien de plus qu'une brimade. Ce qui n'est bien entendu pas le cas : il s'agit au contraire d'une exigence de bon sens !

L'enquête sur le taux élevé de saisies en Indiana offre en fait une excellente illustration de la validité de l'exigence. L'aide consentie par la FHA autorise à se porter candidats à la propriété des ménages dont l'apport personnel est médiocre : en 2002, dans cet État et dans 31 % des cas de prêts « conventionnels » (d'un montant inférieur au plafond fixé par les GSE), la LTV était supérieure à 90 %, ce qui veut dire que la valeur du montant du prêt consenti représentait 90 % ou plus du prix de la maison. Seuls neuf autres États américains se trouvaient dans une situation encore plus défavorable à ce point de vue.

10. Anonyme, *Rising Foreclosure Rates in Indiana : An Explanatory Analysis of Contributing Factors*, Research Division, National Association of REALTORS®, mars 2003.

L'une des implications de cette faible participation de l'acheteur est que, dans le cas où son apport est inférieur à 10 %, la valeur de son capital propre captif dans la maison est plus que probablement négative dans les mois qui suivent immédiatement l'achat. En effet, déduction faite des frais et commissions qu'il a consentis à l'achat et de ceux qu'il aura à verser s'il revend, il est plus que probable qu'une revente immédiate ne lui procurera qu'une somme inférieure au montant de son emprunt.

En présence d'un capital captif négatif, et comme les économistes l'ont très justement souligné, l'attitude économique rationnelle pour le propriétaire consiste à interrompre ses versements mensuels. La maison sera sans doute saisie, mais la valeur de son capital captif s'annulera automatiquement et il s'agira là pour lui d'une amélioration incontestable de sa situation puisque les circonstances antérieures étaient celles d'un investissement à valeur négative : la différence entre la valeur nette de la maison (déduction faite des frais d'achat et de revente) et celle, plus élevée, du montant du prêt restant à courir.

Dans un contexte local où un grand nombre de propriétaires sont en situation déficitaire (le capital propre captif dans leur logement est négatif), seule une appréciation rapide de l'immobilier résidentiel peut les tirer d'affaire. Une hausse rapide du prix des maisons – ce à quoi on assiste dans le cas d'une bulle immobilière – constitue en effet le contexte favorable qui a encouragé petit à petit les bailleurs de fonds à s'aventurer dans des prêts consentis à des particuliers incapables d'un apport personnel substantiel. L'auteur du rapport sur le taux élevé de saisies en Indiana écrit : « Selon l'indice des prix de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), basé sur une évaluation des prêts "conventionnels" (ceux qu'acquière Fannie Mae et Freddie Mac), l'Indiana se trouvait au 49^e rang national (sur 50) pour ce qui touche au renchérissement annuel des propriétés. [...] La persistance d'un faible taux de croissance du prix de l'habitat en Indiana est l'une des raisons de la LTV élevée [du rapport élevé entre le montant du prêt et la valeur du logement – P.J.] et du haut taux de saisie qui en découle¹¹. » L'OFHEO est l'organe de supervision des *government sponsored entities*, Fannie Mae et Freddie Mac.

11. *Ibid.*

Autres symptômes du même mal, le taux de retard dans les paiements mensuels et le taux de saisie du logement sont significativement plus élevés pour les propriétaires qui bénéficient de l'aide de la FHA et de la VA, la Veterans Administration. En septembre 2002, le taux de retard de plus de trente jours dans le versement du paiement mensuel était de 3 % pour les prêts conventionnels et de 11,6 % pour les prêts FHA¹².

En payant les primes d'assurance des prêts au logement ne disposant que d'un très faible apport personnel, la FHA tout comme les organisations charitables qui procurent aux candidats à la propriété le montant de l'apport personnel (la ville d'Indianapolis était en 2002 au 4^e rang national pour ce qui touche à cette aide) s'attaquent maladroitement au symptôme du mal tout en ignorant sa cause. Ce faisant, elles contribuent à précipiter dans les difficultés financières des ménages qui, en l'absence de tels « soutiens » bien intentionnés, auraient pu faire face sans difficulté à leurs engagements s'ils étaient simplement demeurés locataires de leur habitation.

Quand je dis « bien intentionnés », je suppose bien entendu que ces agences gouvernementales sont de bonne foi, c'est-à-dire qu'elles n'ont pas noté le rapport qui existe entre la capacité à acquérir son logement en faisant face aux obligations financières d'accompagnement et le fait de disposer de ressources financières suffisantes. On peut toutefois s'interroger à ce sujet, et un élément en particulier contribue à mettre la puce à l'oreille. L'équivalent de la Cour des comptes aux États-Unis est le GAO, le General Accounting Office. À la demande de différentes agences gouvernementales, le GAO conduit diverses investigations : il a ainsi étudié autrefois les risques associés aux instruments financiers dérivés ; il a aussi analysé sous différents angles la situation de Fannie Mae et celle de Freddie Mac ; il a aussi entrepris dans le cadre de la loi Sarbanes-Oxley une étude relative à la rotation obligatoire des firmes d'audit dans les entreprises. En 2002, le GAO a essayé de répondre à la question que je pose ici, et que je reformulerai de manière un peu brutale en demandant si la FHA fait plus de bien que de mal, et si non, si son activité ne fait pas tout simplement partie d'une entreprise de propagande, consistant essentiellement

12. M. Leanne Lachman et Deborah L. Brett, « Homeownership : too much of a good thing ? », *Lend Lease Commentary*, n° 10, 2003.

à soutenir la fiction que chacun aux États-Unis dispose des moyens financiers lui permettant d'acheter une maison.

L'étude s'intitulait « Changements dans le rendement des prêts assurés par la FHA ». Le ton de sa conclusion était inhabituellement hypothétique pour une étude conduite par le GAO : « Les changements intervenus ont permis à un nombre croissant d'emprunteurs, qui n'auraient pu remplir les conditions de souscription précédemment en vigueur, de se qualifier pour un prêt ou d'en obtenir un d'un montant supérieur à celui auquel ils auraient eu droit précédemment. De plus, depuis 1995, les assureurs privés de prêts hypothécaires se sont montrés davantage disposés à assurer des prêts dont l'apport personnel est faible quand ils jugent que ceux-ci ne leur font courir qu'un risque modéré [de non-remboursement]. Il se pourrait donc qu'à la suite de ces deux types de changement, le risque associé à un portefeuille de prêts FHA ait cru depuis 1995. » La raison invoquée pour justifier la prudence de la conclusion était la qualité des données : « En raison des limitations propres aux données, nous n'avons pas pu directement évaluer les effets sur le rendement des prêts des changements intervenus dans les conditions de souscription de la FHA et dans le marché conventionnel du *mortgage*. Plus spécifiquement, les données que la FHA recueille au niveau du prêt individuel sur des postes tels que la cote de crédit ou le *debt-to-income* [taux de la dette par rapport aux revenus] et qui nous auraient permis une telle analyse n'ont pas été recueillies durant un nombre suffisant d'années, ou ne sont pas suffisamment détaillées pour permettre leur intégration dans un modèle estimant l'impact des variables économiques sur le rendement des prêts¹³. » Une conclusion que l'on peut donc assimiler à un refus de prononcer un verdict. Edward J. Gramlich, membre du conseil de la Réserve fédérale se montrait plus direct en mai 2004 quand il affirmait : « Pousser l'accession à la propriété dans le domaine du logement si loin qu'elle est annulée par le niveau des saisies ne rend service à personne¹⁴. »

13. GAO, United States General Accounting Office, *Mortgage Financing. Changes in the Performance of FHA-Insured Loans*, report to the Chairwoman, Subcommittee on Housing and Community Opportunity, Committee Financial Services, House of Representatives, juillet 2002.

14. Edward M. Gramlich, *Subprime Mortgage Lending : Benefits, Costs, and Challenges*, remarks by Federal Reserve Governor Edward M. Gramlich, at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, 21 mai 2004.

RÉPARTITION ETHNIQUE DE L'ACCESSION À LA PROPRIÉTÉ

L'accession à la propriété n'est pas uniforme pour l'ensemble de la population : elle touche plus particulièrement le groupe que le système de classement utilisé aux États-Unis dans les statistiques gouvernementales et lors des recensements qualifie de « caucasien ». Cette taxonomie de nature hétérogène, d'origine historique, est déconcertante pour les étrangers car elle mêle des critères anthropologiques, linguistiques et géographiques ; pour la simplicité, je les qualifierai toutefois de regroupement « ethnique ».

J'en rappelle brièvement les principes : le terme « caucasien » désigne les « Blancs ». Il trouve son origine historique (fait d'ailleurs généralement ignoré par les Américains eux-mêmes) dans la première taxonomie « ethnologique » due à Friedrich Blumenbach à la fin du XVIII^e siècle. Le crâne de sa collection qui lui semblait le plus représentatif de la « race blanche » (le terme « aryen », introduit par Max Müller, date lui de la fin du siècle suivant) était celui d'une femme originaire du Caucase. « Caucasien » renvoie dans la classification américaine à l'immigration européenne – à l'exclusion des locuteurs de l'espagnol et du portugais – et à la partie de l'immigration africaine et asiatique considérée comme « blanche » : en provenance du Proche-Orient et du Moyen-Orient, d'Iran, etc.

À l'intérieur de ce groupe, 74,3 % des ménages étaient propriétaires de leur logement en 2003. Venaient ensuite les « Asiatiques », c'est-à-dire les habitants de l'Asie ne tombant pas dans la catégorie des « Caucasiens », avec 53,9 %. Puis les « Noirs », c'est-à-dire quiconque, né aux États-Unis ou ailleurs, possède au moins un ancêtre d'origine africaine¹⁵, avec 47,7 %. Enfin, avec 47,3 %, les « Hispaniques », les Latino-Américains, c'est-à-dire les immigrants d'origine européenne parlant l'espagnol ou le portugais, ainsi que les populations indigènes précolombiennes originaires d'autres pays que les États-Unis. La catégorie « hispanique » vise à couvrir essentiellement une base géographique : les immigrants d'Amérique centrale et d'Amérique du Sud ; mais elle comprend également les locuteurs de l'espagnol appartenant à des territoires annexés au fil

15. Paul Jorion, « The house of cards, comment on A. Jensen's, "The g factor" », *Psychology*, vol. 10, 1999, <http://www.cogsci.soton.ac.uk/cgi/psyc/newpsy?10.064>

des siècles par les États-Unis, comme Porto Rico, la Californie, l'Arizona, le Nouveau-Mexique et le Texas. La catégorie « Native American » comprend uniquement les populations indigènes précolombiennes détentrices d'un passeport des États-Unis ; je n'ai pas pu trouver pour ceux-ci de chiffres comparables pour ce qui touche à l'accession à la propriété du logement. Les « Hispaniques » présents aux États-Unis sont dans leur très grande majorité des Amérindiens et donc, d'un point de vue ethnique, des « Native American », mais ils ne sont pas reconnus comme tels.

Ces différences dans l'accession des groupes ethniques à la propriété se retrouvent aussi dans la simple géographie des États-Unis : le Midwest et le Sud ont des taux supérieurs à la moyenne, le Nord-Est et l'Ouest, inférieurs. Le partage reproduit les électors de George W. Bush et de John Kerry aux élections présidentielles de novembre 2004.

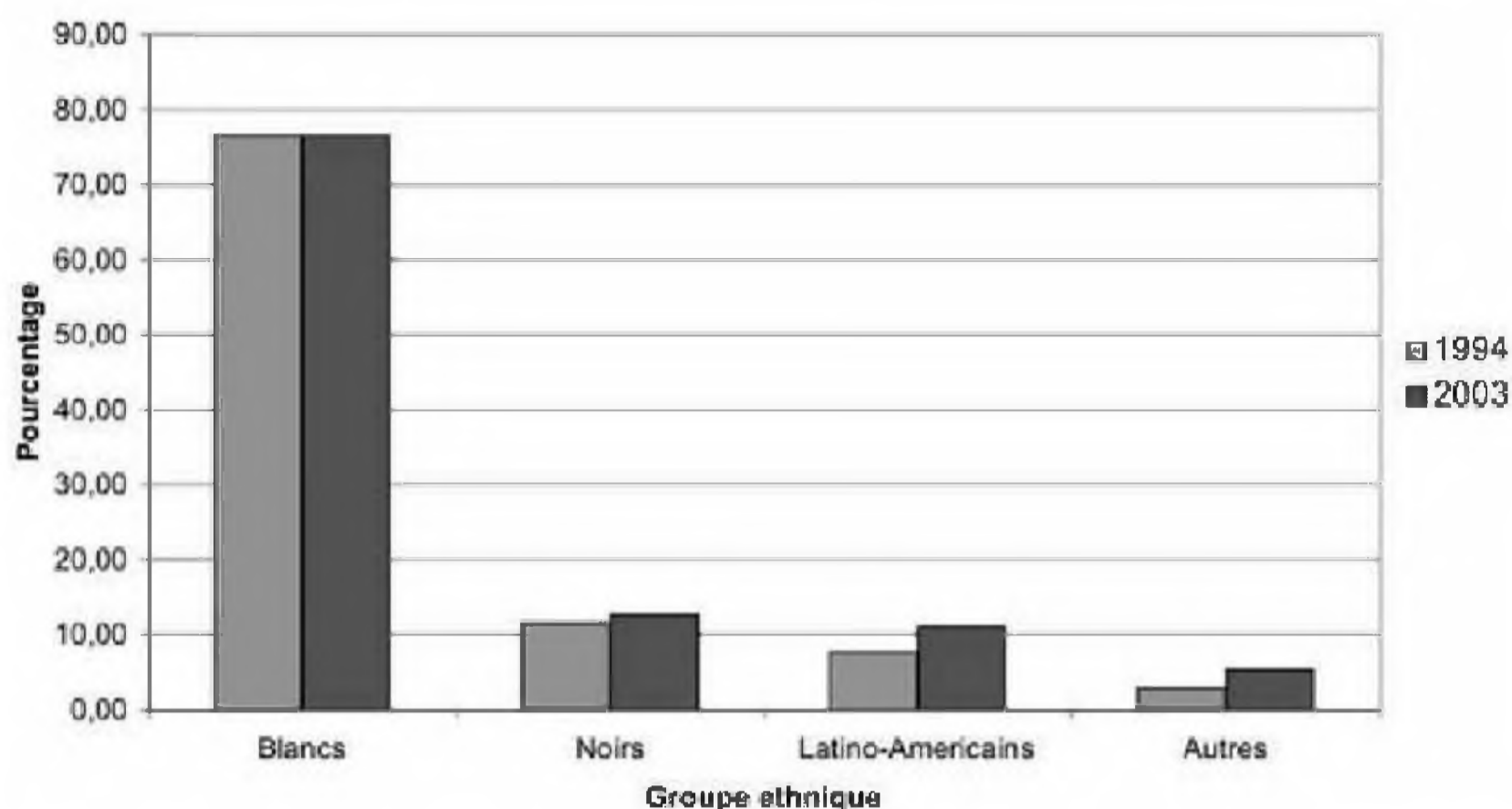
RÉPARTITION ETHNIQUE DU MARCHÉ DU PRÊT HYPOTHÉCAIRE « SOUS-PRIME »

Les chiffres révèlent que les organismes de prêt sous-prime capturent une partie disproportionnée de la demande de *mortgages* de la part des Noirs et des Latino-Américains. Le tableau ci-dessous ainsi que la figure 1 présentent d'abord la répartition de la population américaine selon les groupes « ethniques¹⁶ ». Les chiffres n'expriment pas des pourcentages, mais le nombre de ménages exprimé en millions.

Ethnie	1994	2003
Blancs	76,60	76,50
Noirs	11,60	12,60
Latino-Américains	7,70	11,00
Autres	2,90	5,50
Total (en millions de ménages)	98,80	105,60

16. Edward M. Gramlich, *Subprime Mortgage Lending : Benefits, Costs, and Challenges*, remarks by Federal Reserve Governor Edward M. Gramlich, at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, 21 mai 2004.

FIGURE 1. POPULATION AMÉRICAINE (EN MILLIONS DE MÉNAGES)



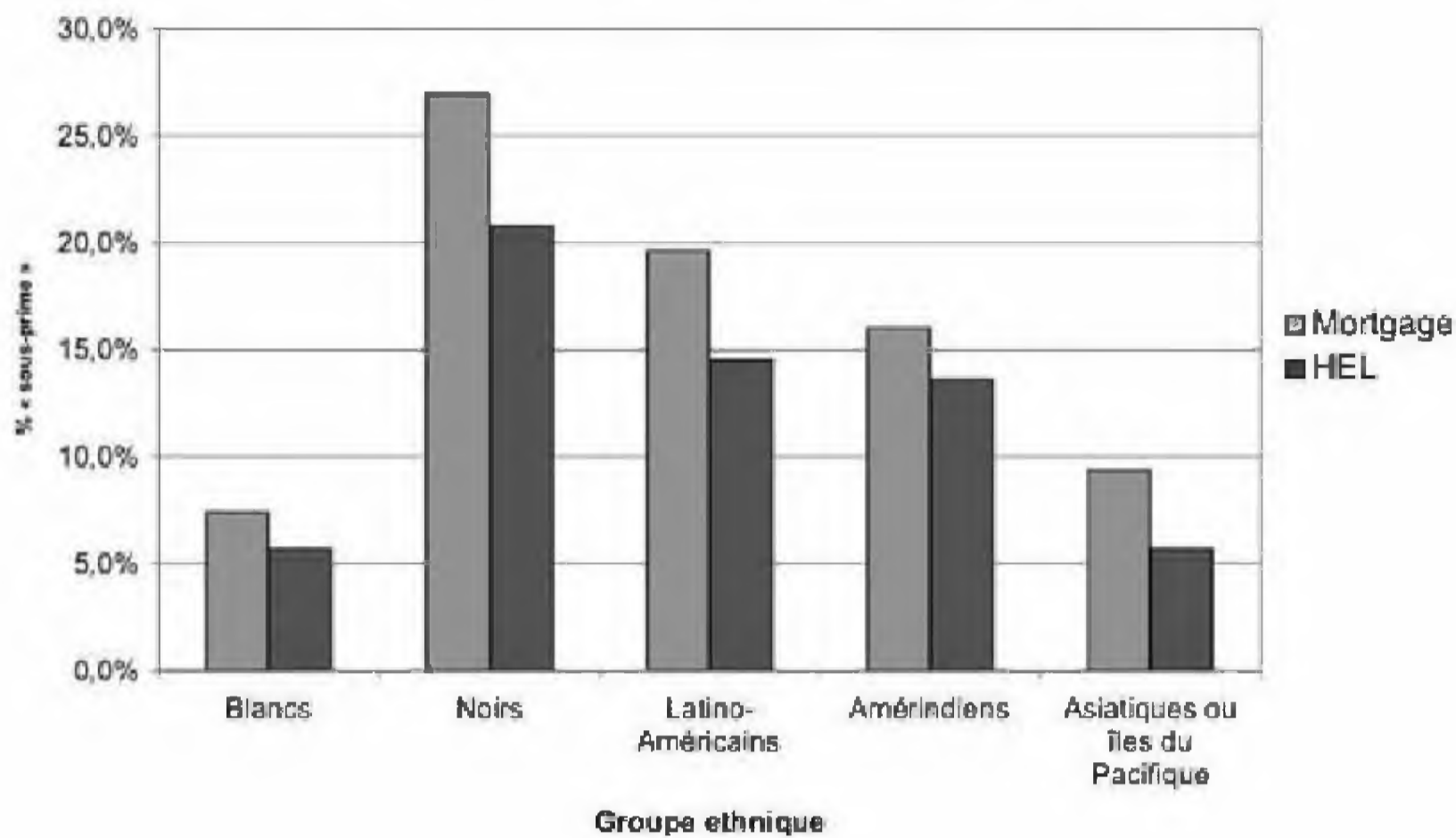
Comme on le voit, les « Caucasiens » représentent à peu près les trois quarts des ménages, les Noirs, un peu plus du dixième, la population latino-américaine est en progression rapide, de même que celle regroupée sous la rubrique « Autres », en raison essentiellement du nombre croissant d'immigrants asiatiques.

La représentativité du secteur sous-prime par groupe ethnique offre un visage très différent. Les chiffres présentés ici sont ceux de la proportion de consommateurs au sein de chaque groupe ethnique qui relèvent du secteur sous-prime. On a disposé côte à côte les chiffres (du même ordre de grandeur) relatifs aux prêts hypothécaires (*mortgage*) et aux prêts secondaires où la maison a également été mise en gage (*home equity loan*).

Ethnie	<i>Mortgage</i>	HEL
Blancs	7,4 %	57,0 %
Noirs	27,0 %	20,8 %
Latino-Américains	19,6 %	14,5 %
Américains indigènes (<i>Native Americans</i>)	16,0 %	13,6 %
Asiatiques ou venant des îles du Pacifique	9,4 %	57,0 %

La figure 2 (*page suivante*) représente sous forme de diagramme les mêmes données. Ce sont essentiellement les Noirs qui sont touchés. Les Latino-Américains le sont dans une moindre mesure. Les Américains indigènes, bénéficiant de certaines législations

FIGURE 2. REPRÉSENTATIVITÉ DU SECTEUR « SOUS-PRIME »
A L'INTÉRIEUR DU GROUPE ETHNIQUE



locales qui leur attribuent un monopole dans le secteur des jeux, sont relativement moins affectés que les deux principales minorités. Reflétant leur réussite économique dans le système américain, les Asiatiques présentent des chiffres qui se rapprochent de ceux des Blancs.

Freddie Mac comme Fannie Mae considèrent qu'entre 35 % et 50 % des emprunteurs sous-prime auraient pu se qualifier pour un prêt hypothécaire prime¹⁷. Parallèlement, une étude du ministère américain de la Justice a mis en évidence que 20 % des emprunteurs du secteur sous-prime possèdent une cote FICO égale ou supérieure à 700. Je rappelle que le niveau plancher au-dessous duquel les candidats à un prêt prime sont rejetés est de 620¹⁸.

Deux facteurs expliquent ces chiffres. Le premier est le profil de la répartition des richesses au sein de la nation et le fait que les minorités (les composantes non « caucasiennes ») sont, comme on l'a vu en particulier à propos de Noirs, moins riches que les Blancs. Le deuxième facteur est que, même si un membre de la minorité noire ou latino-américaine obtient à titre individuel une cote FICO élevée, il risque de continuer à se voir traité de manière défavorable en raison de son appartenance à son groupe ethnique.

17. M. Leanne Lachman et Deborah L. Brett, « Homeownership : too much of a good thing? », *Lend Lease Commentary*, n° 10, 2003.

18. Anonyme, *Making Fair Lending a Reality in the New Millennium*, Fannie Mae Foundation, 2000.

Ou en termes plus directs : en raison du racisme ambiant. Ainsi, à Milwaukee dans le Wisconsin, la probabilité pour un Noir d'obtenir un *mortgage* sous-prime plutôt que prime est neuf fois plus élevée que pour un Blanc ; à Chicago, la probabilité est sept fois plus élevée¹⁹. Diverses enquêtes de terrain ont comparé la manière dont sont renseignés dans des succursales de banque des candidats au profil économique identique, mais appartenant soit à la majorité blanche, soit à l'une des principales minorités : noire ou latino-américaine. La différence dans le traitement s'amenuise au fil des années, mais demeure sévère.

La ségrégation des quartiers reste importante et explique partiellement les différences dans le traitement des consommateurs. Les exemples sont légion et encore récents de Blancs parvenant à exclure les Noirs de leurs quartiers. L'observation que les Blancs abandonnent un quartier quand les Noirs s'y installent est banale ; les agents immobiliers qui présentent des maisons à d'éventuels clients blancs excluent certains quartiers à l'aide de la phrase en langage codé : « Vous n'aimerez pas habiter ce pâté de maison-là ! » Comme je l'ai déjà indiqué, la principale raison pour laquelle de nombreux représentants des minorités noire et latino-américaine qui relèveraient du secteur prime sur la foi du niveau de leur cote FICO obtiennent en réalité un prêt de type sous-prime est que les *mortgages* le meilleur marché s'obtiennent dans une succursale de banque, or les implantations de banques sont en recul dans les quartiers défavorisés. Une enquête menée par des économistes de la *Federal Reserve*²⁰ révèle que le nombre de succursales de banques a diminué de 21 % dans les zones à revenus faibles et moyens au cours de la période 1975-1995 ; le nombre total de succursales avait cependant parallèlement augmenté de 29 %. Le financement des services publics locaux, tel l'enseignement, dépendant dans une large mesure des taxes prélevées par les municipalités, les quartiers où demeurent les populations à faibles revenus sont souvent à la dérive. Dans ces quartiers, contrairement au reste du pays, la détérioration des infrastructures fait que le prix des immeubles est à la baisse.

19. Anonyme, *Discrimination in Metropolitan Housing Markets : National Results from Phase I of HDS2000*, The Urban Institute, novembre 2002.

20. Anonyme, *The Community Reinvestment Act After Financial Modernization : A Baseline Report*, U. S. Treasury Department, avril 2000.

LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE DU SECTEUR « SOUS-PRIME »

Le secteur sous-prime du prêt hypothécaire est en expansion rapide aux États-Unis : sur la période qui s'étend de 1994 à 2003, il s'est développé de 25 % par an, ce qui signifie que sa taille a été multipliée par un facteur de 9,5. Pendant ce temps-là, le secteur prime se développait à un taux annuel non moins impressionnant de 17,6 %, soit une multiplication de sa taille par un facteur de 4,9.

Le secteur sous-prime est cependant fragile du point de vue financier. La première raison en est évidente : les consommateurs qui ont contracté un emprunt dans ce cadre sont parmi les plus exposés aux vicissitudes des conditions économiques, leur présence dans l'immobilier résidentiel y est donc marginale dans le meilleur des cas, et le fait que ceux qui leur baillent des fonds leur dérobent leurs économies accroît encore davantage leur fragilité.

Les organismes qui composent le secteur sont de différents types ; la répartition reprise dans le tableau ci-dessous était celle qui prévalait en 2002.

Type d'institution	Nombre d'institutions	% des prêteurs	% des prêts
Banque commerciale	5	2,7 %	27 %
Caisse d'épargne	11	6 %	13,8 %
Compagnie de <i>mortgage</i> indépendante	113	61,8 %	11,8 %
Filiale de banque	19	10,4 %	4,4 %
Membre d'un holding financier	35	19,1 %	43 %
Total	183	100 %	100 %

Les banques, peu nombreuses dans le secteur sous-prime, ont les reins solides ; leurs activités sont diversifiées puisqu'elles empruntent et prêtent, émettent des titres au nom des entreprises, titrisent des prêts hypothécaires ou autres, se livrent à des activités de *trading* sur les marchés, adoptent des positions spéculatives et offrent du conseil à leurs clients. Comme nous le verrons plus loin, cette diversification leur permet de soutenir des processus de

type « cavalerie » dans certains de leurs domaines d'activité grâce au volant de réserve dont elles disposent dans d'autres. Le danger réside pour elles essentiellement dans l'effet de dominos, lorsque des problèmes dans un secteur en engendrent dans d'autres, neutralisant les avantages de la diversification. Si l'on ajoute aux banques leurs filiales, on couvre alors près du tiers du secteur sous-prime du point de vue du volume des opérations.

On pourrait imaginer que le consommateur sous-prime ayant affaire à une grande banque nationale est relativement protégé contre les abus, alors qu'en réalité, ce n'est pas nécessairement le cas et la raison en est la suivante : une banque certifiée au niveau fédéral n'est pas liée par les réglementations existant au niveau des États qui prennent la défense de leurs citoyens de manière plus musclée. Les banques, les caisses d'épargne et les membres d'un holding financier sont cependant tous soumis à la supervision étroite de leurs organes de tutelle, l'OCC (Office of the Comptroller of the Currency, « Bureau du contrôleur de la monnaie ») pour les banques et l'OTS (Office of Thrift Supervision, « Bureau de supervision des caisses d'épargne ») pour les caisses d'épargne.

Il n'en va pas de même pour les compagnies indépendantes de prêt hypothécaire. Edward J. Gramlich, déjà cité plus haut, regrettait cet état de fait dans une allocution prononcée en mai 2004 : « Les compagnies indépendantes de *mortgage*, qui couvrent 12 % [du secteur sous-prime], ne sont pas surveillées de manière systématique [...] Nous ne disposons toujours pas du moyen de contrôler leur activité de prêt²¹. » Ce sont ces compagnies indépendantes qui se livrent aux pires abus. Bien que n'ayant pas l'envergure des banques nationales, elles sont cependant dans le collimateur de l'administration des États et, du coup, la plupart d'entre elles ne sont pas présentes dans tous les États, mais uniquement dans ceux qui ne leur font pas la vie trop dure. Dépendantes de l'exploitation qu'elles font subir à une population dont la situation financière est précaire, leur bonne santé est liée aux cycles économiques. Lorsque le chômage augmente, leurs clients sont les premiers à faire défaut en masse. Lorsque les taux d'intérêt sont élevés, la marge de profit qui leur

21. Edward M. Gramlich, *Subprime Mortgage Lending : Benefits, Costs, and Challenges*, remarks by Federal Reserve Governor Edward M. Gramlich, at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, 21 mai 2004.

revient, à savoir la différence entre les intérêts qu'elles perçoivent sur les prêts qu'elles ont consenti et le taux auquel elles empruntent elles-mêmes sur le marché des capitaux (compte tenu des frais et des quotes-parts), se rétrécit, diminuant leur rentabilité. Lorsque le prix de l'immobilier résidentiel baisse, le peu de capital propre captif dans l'habitation du consommateur sous-prime s'évanouit, éliminant la possibilité pour celui-ci de refinancer son prêt pour en exprimer ce capital et l'utiliser pour rembourser d'autres dettes ; si l'emprunteur devait alors faire défaut et que le bailleur de fonds saisissait la propriété, la mesure ne serait pas d'un grand secours pour celui-ci, la somme réalisée étant alors inférieure au montant de celle qui reste due.

En période économique faste, les compagnies de prêt hypothécaire indépendantes utilisent leurs vastes moyens financiers pour maximiser leurs profits. Ameriquest, la compagnie indépendante la plus importante du secteur sous-prime avec 15,1 % du volume total durant le premier semestre 2004, a aussi été la principale contributrice aux frais entraînés par l'installation du président George W. Bush dans son second mandat en janvier 2005. En Californie, où se situe son siège social, elle vient aussi au premier rang des donateurs durant les diverses campagnes électorales de la saison 2003-2004, avec des contributions dont le total se monte à 3,8 millions de dollars. L'acteur Arnold Schwarzenegger, qui allait devenir gouverneur sous la bannière du Parti républicain, a reçu à lui seul 1,18 millions de dollars d'Ameriquest²². Bien que la presse rapporte régulièrement différents types de fraude dont la compagnie se rend coupable – falsification de documents, refinancements abusifs (*flipping*), modification de dernière minute des conditions du contrat (*bait-and-switch*), etc. –, elle n'a jamais été sérieusement inquiétée. À la fin de l'année 2005, en raison de ses bons services, le président-fondateur de la compagnie a été nommé ambassadeur des États-Unis aux Pays-Bas. L'annonce a été suivie, début 2006, du règlement à l'amiable d'un ensemble de plaintes à l'encontre d'Ameriquest pour tromperie, falsification de documents et pressions à l'égard d'experts ; montant total des réparations : 325 millions de dollars.

22. Mike Hudson et E. Scott Reckard, « Workers say lender ran “boiler rooms”. Critics say Ameriquest, touted as an industry model, fabricated data, forged documents and hid fees. The company denies wrongdoing », *The Los Angeles Times*, 4 février 2005.

Réalité et propagande

Dans *Tintin au pays des soviets*, l'intrépide reporter découvre avec stupéfaction que dans l'usine, fleuron de la propagande, on brûle en réalité de la paille pour produire la fumée qui sort des cheminées et faire croire que la marche triomphale du communisme se déroule sans heurts. Ici, il s'agit de faire croire que chacun, aux États-Unis, peut s'acheter une maison. Le Moloch s'appelle « compagnies indépendantes de *mortgage* », et les victimes jetées dans sa gueule ont en commun de ne pas appartenir à la population des colons : les uns sont venus aux États-Unis contre leur gré et les autres sont les premiers occupants du pays.

Récapitulons donc : l'immobilier résidentiel américain se partage en deux secteurs, le *prime* et le *sous-prime*. Ce dernier est vulnérable structurellement, premièrement en raison des caractéristiques mêmes de ses consommateurs, représentants de la « fausse classe moyenne » : leurs revenus sont précaires et ils sont particulièrement vulnérables en période de récession économique ; ils ne disposent pas en réalité des moyens financiers pour supporter les charges annexes de leur emprunt et se retrouvent donc rapidement insolvables ; et les victimes toutes désignées des compagnies qui profitent de leur précarité : le peu de ressources dont ils disposent sont constamment convoitées et dérobées par des bailleurs de fonds peu scrupuleux qui se protègent contre les poursuites en tirant parti de l'influence politique que leur fortune leur autorise. Deuxièmement, le secteur sous-prime est vulnérable en raison de la nature même des bailleurs de fonds qui le composent : parce qu'une partie non négligeable de ceux-ci n'ont pas les reins assez

solides pour survivre aux défaillances de leurs emprunteurs lorsque celles-ci affectent une proportion importante d'entre eux.

Le secteur prime, lui, est sain du point de vue des organismes prêteurs, essentiellement en raison de son subventionnement. Mais sa faiblesse réside dans les consommateurs eux-mêmes qui se trouvent en permanence au bord du surendettement. Membres de la « classe moyenne », ils disposent en principe de moyens financiers suffisants pour épargner, mais les plus-values hors du commun que génère le secteur de l'immobilier résidentiel les conduit à détourner la totalité de leurs économies vers ce domaine. Le fruit de leur épargne transformé en capital propre captif dans le logement est alors systématiquement mis en gage par eux pour garantir de nouvelles dettes. L'effet de levier dû à l'appréciation constante du prix de l'immobilier résidentiel revient à offrir un coefficient multiplicateur à l'épargne investie dans l'immobilier résidentiel. La belle mécanique se grippe seulement lorsque le prix de l'immobilier baisse, le capital propre captif dans l'habitation s'évanouit alors en fumée, voire devient négatif ; et les dettes dont il était le gage doivent alors être acquittées à l'aide de fonds provenant d'une autre source, or ceux-ci sont inexistantes. Les accidents, l'éclatement de la bulle immobilière, sont heureusement rares. Si celle-ci devait toutefois se produire, les circonstances d'une crise majeure seraient alors réunies.

LA SURCHAUFFE DU CRÉDIT PERSONNEL AMÉRICAIN

Tout le monde il est riche : la carte de crédit

Trois ménages américains sur quatre (de manière générale, ceux qui disposent d'une cote de crédit) reçoivent chaque année entre trente-cinq et soixante-quinze offres de cartes de crédit. On compte qu'au total 3,5 milliards de ces propositions sont distribuées par la poste chaque année aux États-Unis. La manière dont les bénéficiaires sont choisis n'est cependant pas toujours très sélective et un article de presse récent rapportait qu'une enfant de huit ans avait reçu un tel courrier¹.

1. L'explication de cette bévue était qu'une firme de démarchage avait contacté la mairie de la localité où cette petite fille habitait en vue d'obtenir, contre argent sonnant et trébuchant, la liste des utilisateurs de la piscine municipale. La justification des autorités

Le prêt consenti par une carte de crédit n'est pas garanti : comme chacun le sait, aucun bien personnel ne doit être mis en gage pour son obtention. Il est aussi automatiquement renouvelé à chaque échéance mensuelle. Cette reconduction tacite, sans renégociation du contrat, constitue la raison historique pour laquelle la carte de crédit a été exemptée aux États-Unis des lois fédérales sur l'usure. La justification en était que, dans le cas de prêts automatiquement renouvelés, les niveaux plafonds traditionnellement fixés pour l'usure ne pouvaient pas garantir la rentabilité des transactions pour les organismes financiers qui les délivrent. Trois raisons à cela : 1) le taux de défaillance est plus élevé pour les cartes que pour les autres types de prêts ; 2) le coût de la prospection est élevé : on comptait en 2000 qu'il en coûtait à une banque un peu plus de 100 dollars en sollicitations diverses pour qu'un client ouvre un compte ; 3) afin de bénéficier d'une vaste clientèle susceptible d'emprunter des sommes importantes sur de longues périodes, les émetteurs de cartes sont obligés d'enrôler également des consommateurs qui constitueront pour elles un poids mort du fait qu'ils rembourseront les sommes dues à chaque échéance mensuelle. Tous, quel que soit leur comportement ultérieur, doivent également bénéficier d'avantages coûteux afin d'être fidélisés à un bailleur de fonds plutôt qu'à un autre².

Les trois quarts des ménages américains détiennent des cartes de crédit et parmi eux, les trois quarts, soit au total un peu plus de la moitié de tous les ménages, ont en permanence un découvert sur leur compte dont le montant moyen était de 7 500 dollars en 2004 ; ces utilisateurs sont ceux que les banques désignent du terme de *revolvers*, ceux qui « roulent » leur découvert de mois en mois. Les 20 % de ménages restants (le dernier quart des trois quarts qui détiennent des cartes) règlent chaque mois l'entièreté du solde ; ceux-là sont appelés les *convenience users*, les « utilisateurs de commodité », ou encore les *transactors*, terme qui fait référence au

locales, quand on leur a demandé ce qui leur était passé par la tête, était une rengaine bien connue : que les temps étaient durs et que la rémunération du service ainsi obtenue représentait tant d'ouvrages en plus sur les rayons des bibliothèques scolaires...

2. Un appât classique consiste à offrir au consommateur sollicité qu'il transfère les découverts existant sur ses comptes auprès de la concurrence et soit exempté de payer des intérêts sur ces sommes durant une période standard, généralement de six mois ou d'un an.

fait qu'ils n'ont souscrit à la carte que pour bénéficier du règlement différé de la « transaction ». Pour ces derniers, la carte de crédit se limite à cela : une manière de retarder d'environ six semaines le paiement de leurs dépenses. Cette activité-là est coûteuse pour les organismes financiers qui émettent des cartes de crédit et ce sont donc les *revolvers* qui compensent par le taux d'intérêt élevé qu'ils acquittent l'usage de commodité qu'en font les *transactors*³.

L'offre expédiée par courrier est toujours « préapprouvée », et le formulaire à remplir est censé ne représenter qu'une formalité. En fait, la banque n'a, à ce stade, fait qu'une enquête préalable, limitée en général à l'obtention de la cote FICO du destinataire. Ce sont les informations contenues dans le formulaire qui permettront de compléter le profil de la candidature. L'offre est toujours vague sur deux points précis : le montant maximum du crédit et le taux qui s'appliquera aux découverts. La taille de la ligne de crédit n'est pas mentionnée dans le prospectus ; le taux qui s'applique aux découverts est, lui, mentionné – la loi rend la chose obligatoire –, mais sous une forme qui maintient le flou : par exemple, en spécifiant que le taux de 7,99 % s'appliquera à la formule « Platine » et celui de 12,99 % à la formule « Privilège ». Le candidat découvrira le jour où il recevra sa carte la formule qui lui a été assignée, de même que le montant maximum du crédit autorisé. L'OCC (Office of the Comptroller of the Currency), l'organe de supervision des banques, s'est élevé contre cette pratique qui consiste à noyer l'offre qui sera effectivement faite au sein d'une multitude d'autres qui ne vaudront pas pour le candidat, voire ne sont jamais appliquées à qui que ce soit.

La loi oblige l'émetteur de la carte à mentionner le taux d'intérêt s'appliquant aux découverts sous la forme d'un APR (*annual percentage rate*). Je rappelle que ce taux présente la particularité de traduire en une surcharge du taux d'intérêt indiqué dans l'offre l'ensemble des frais associés à l'utilisation de la carte. La raison de cette formulation est simple : les sociétés émettrices de cartes de crédit avaient pris l'habitude de proposer des taux défiant toute concurrence sur les découverts, mais soumettaient le contrat à des « cotisations » et autres « participations aux frais » qui renchérrissaient considérablement le coût d'utilisation de la carte. Une

3. David S. Evans et Richard Schmalensee, 1999, *Paying with Plastic : The Digital Revolution in Buying and Borrowing*, MITpress, Cambridge, Mass., p. 140.

réglementation fédérale a obligé les émetteurs à inclure ces frais supplémentaires dans le calcul du taux. De cette manière, toutes les offres de carte de crédit sont strictement comparables sur la base de l'APR, le taux d'intérêt annuel « tout compris ».

Au bout d'un an, le détenteur d'une carte peut sans difficultés faire relever le plafond de sa ligne de crédit par un simple coup de téléphone. Une autre pratique commune consiste pour les banques à relever automatiquement le crédit maximum du consommateur qui crève son plafond actuel. La carte permet un étalement potentiellement infini du remboursement de la dette. À la mort de son détenteur, l'émetteur peut se mettre au rang des créanciers de sa succession, mais n'a pas le droit de se tourner vers ses héritiers.

La carte de crédit est essentiellement utilisée par les ménages qui, au sein de ma classification en trois groupes, appartiennent à la « classe moyenne » authentique : un ouvrage consacré au crédit personnel aux États-Unis observe que « la proportion des ménages [recourant à ce type de crédit] augmente avec les revenus, atteignant un sommet dans l'intervalle annuel des 50 000 à 100 000 dollars, puis commence à décliner à mesure que le revenu continue de croître [...] Moins de la moitié des ménages au revenu inférieur à 10 000 dollars encourent de telles dettes [...]. Le crédit à court terme et taux d'intérêt élevé que représentent les cartes de crédit est concentré parmi les familles à revenus moyens⁴. »

Une remarque communément faite est qu'aux États-Unis la carte de crédit supplée à l'absence d'un authentique système d'assurance-chômage et aux défauts de l'assurance-maladie. On comptait, en septembre 2004, 8 millions de chômeurs aux États-Unis, dont seulement 2,9 millions d'entre eux touchaient une allocation. Robert D. Manning, auteur d'un ouvrage intitulé *Credit Card Nation. The Consequences of America's Addiction to Credit*, décrit sur un ton pince-sans-rire le rôle joué par la carte de crédit : « La monnaie-plastique autorise la résistance de nombreux Américains au système de maintien de l'ordre constitué par le travail “de 9 à 17 heures” parce qu'elle leur offre du crédit relativement bon marché qui leur permet de recourir à diverses combines, comme investir dans l'immobilier résidentiel ou jouer en Bourse, ou encore jongler entre diverses occupations en travailleur indépendant. Elle sape même le

4. Teresa A. Sullivan, Elisabeth Warren et Jay L. Westbrook, 2000, *The Fragile Middle Class. Americans in Debt*, Yale University Press, New Haven, p. 110-111.

contrôle qu'exerce le monde du travail en permettant aux citoyens, en vivant aux crochets de leurs concitoyens, de laisser tomber des boulots intolérables ou d'échapper à des arrangements sociaux insupportables (comme habiter chez ses parents ou endurer un mariage raté). Cette stratégie est glorifiée par le fameux autocollant "Je règle Visa avec ma MasterCard⁵". »

Les données chiffrées relatives aux faillites personnelles mettent au jour la manière dont les consommateurs gèrent leurs cartes de crédit. Il s'agit avant tout, comme le note encore Manning, d'un instrument qui permet à l'individu de séparer sur le plan psychologique ses revenus, ponctuels et d'un montant donné, de ses dépenses, étalées dans le temps et au montant plus insaisissable. De plus, en raison de l'extension que procure la ligne de crédit, le montant potentiel des dépenses excède de beaucoup celui des rentrées (le total des offres reçues annuellement par les ménages représente quatre à six fois leurs revenus moyens). Autre aspect, la manière dont chacun gère ses cartes de crédit est secrète : la relation exacte entre le volant de ses revenus et celui de ses dépenses n'est connue que du particulier lui-même.

Le montant des dettes qu'un consommateur peut accumuler sur ses cartes de crédit sans que les compagnies émettrices n'y mettent le holà est surprenant : souvent l'équivalent de plusieurs années de revenus ! Les associations de consommateurs reprochent aux banques, en citant des cas individuels et des chiffres à l'appui, de leur avoir autorisé des découverts qui, s'ils avaient un jour à les rembourser, absorberaient la totalité ou la quasi-totalité de leurs gains futurs. La raison pour laquelle les banques ne s'en formalisent pas est connue : les multiples pénalités qu'elles imposent au consommateur en difficulté (pour dépassement du plafond de la ligne de crédit et pour tout retard dans son paiement mensuel) font qu'au moment où celui-ci jette l'éponge en se déclarant en faillite personnelle, il a le plus souvent déjà réglé l'équivalent de la somme due en pénalités diverses.

Autre fait surprenant : le nombre considérable de petites entreprises (47 % en 1998) qui se financent par la carte de crédit. Comme le taux d'intérêt que réclament les compagnies financières émettant ces cartes était en moyenne de 18,9 % en 2005, les chefs de ces

5. Robert D. Manning, 2000, *Credit Card Nation. The Consequences of America's Addiction to Credit*, Basic Books, New York, p. 4-5.

petites entreprises doivent forcément obtenir de leur affaire un rendement supérieur à ce taux, une prouesse bien entendu hors d'atteinte. On vante souvent le fait qu'il est extrêmement aisé de créer une petite entreprise aux États-Unis ; les chiffres relatifs aux cartes de crédit soulignent cependant que près de la moitié d'entre elles sont d'emblée en survie assistée et condamnées à terme.

Alors que, dans la plupart des pays, le paiement minimal du découvert sur une carte de crédit se monte aux intérêts dus augmentés d'une somme forfaitaire (constituant une partie du principal), aux États-Unis, c'est la somme minimum réclamée qui est forfaitaire, et qui, jusqu'à récemment, était le plus souvent inférieure aux intérêts accrus sur le mois écoulé. En conséquence, la dette augmente de mois en mois de la portion des intérêts qui n'ont pas été apurés lors du versement minimum. Le consommateur, qui considère alors avec optimisme que ses affaires ne se portent pas trop mal puisqu'il parvient à régler chaque mois les versements minimaux qui lui sont réclamés, se trouve en réalité piégé dans une situation où sa dette s'aggrave de jour en jour, ce que le jargon de la finance qualifie d'« amortissement négatif⁶ ».

En raison de la possibilité offerte au consommateur, grâce aux prêts automatiquement renouvelés, de remettre constamment à plus tard le remboursement de la somme empruntée, celui-ci a tendance à juger de sa capacité à faire face à ses engagements en évaluant seulement la somme non pas même des intérêts, mais des paiements minimum qu'il a à verser mensuellement. Cette capacité est en fait remise en cause dans un nombre inquiétant de cas de figure : premièrement, s'il a atteint le maximum des sommes qu'il est capable de verser mensuellement et que le taux qui s'applique à ses dettes s'élève alors ; deuxièmement, si ses

6. Les organes de surveillance se sont émus de cette situation, et en mars 2005 un certain nombre de sociétés émettrices de cartes de crédit ont promis d'y remédier en situant le niveau du paiement minimum de telle sorte que soit mis fin à l'*amortissement négatif*. Un tel changement de politique a constitué pour elles une perte financière puisqu'il est à leur avantage que la somme due, à partir de laquelle les intérêts sont calculés, soit la plus élevée possible. Les banques ont estimé que le nouveau mode de calcul allait déboucher sur des paiements minimum de 35 % à 45 % plus élevés pour certains consommateurs et pensé qu'une partie d'entre eux allaient être incapables de s'acquitter de telles sommes ; elles ont gonflé leurs propres réserves financières en conséquence (Jane J. Kim, « Minimums due on credit cards are on the increase », *The Wall Street Journal*, 24 mars 2005).

revenus mensuels baissent pour une raison quelconque (perte d'emploi, maladie prolongée, divorce) ; troisièmement, s'il se voit soudain obligé de rembourser le principal. Aussi, les lignes de crédit personnelles consenties par les banques sont converties automatiquement au bout d'un certain nombre d'années en prêts avec amortissement.

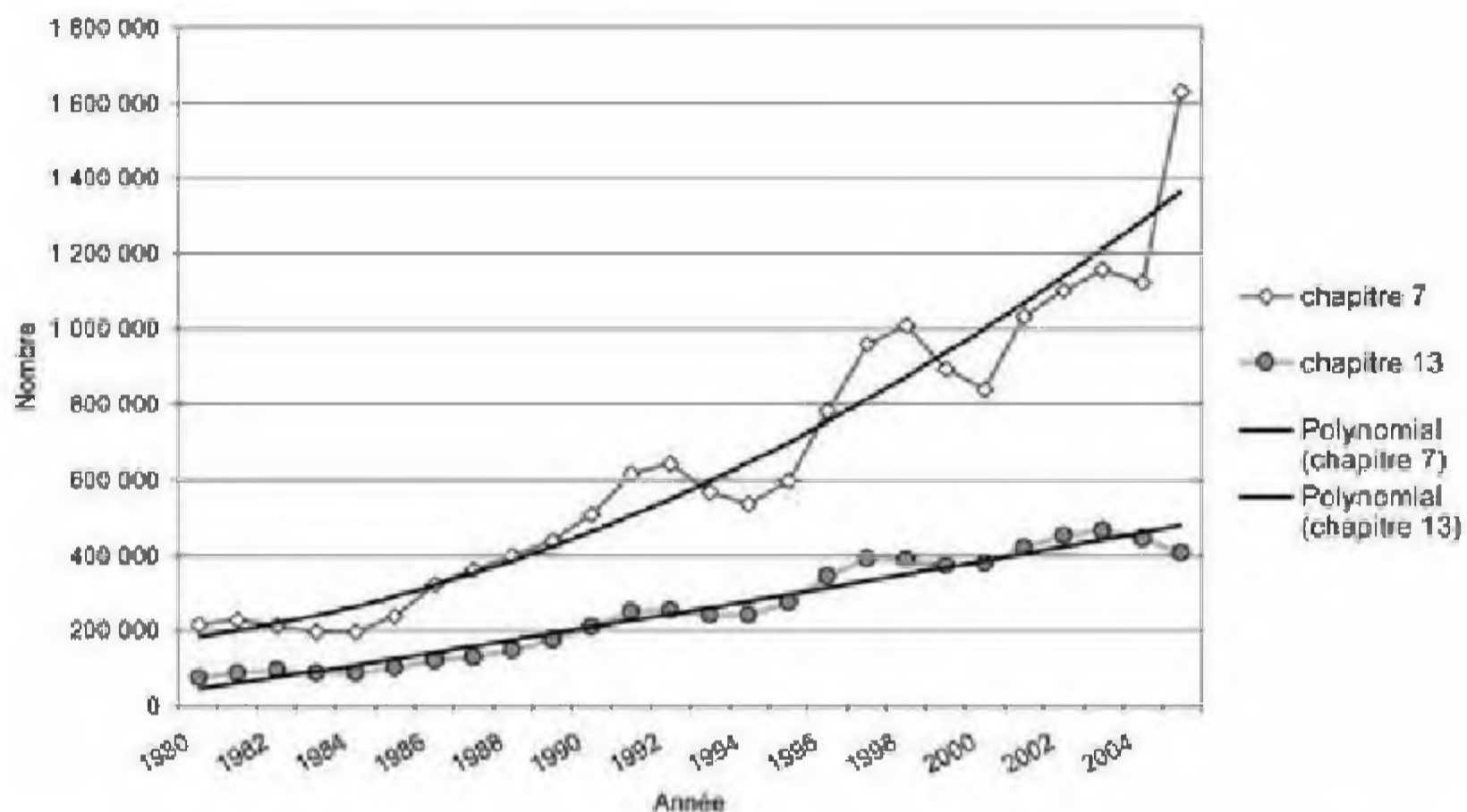
« Chapitre 7 » : la faillite qui efface toutes les fautes

J'ai déjà brièvement évoqué le régime de la faillite personnelle aux États-Unis quand j'ai parlé de la formule dite de « chapitre 13 » qui permet à son bénéficiaire de conserver la propriété de son logement. J'expliquais qu'à condition que le particulier propose une réorganisation de ses dettes sur trois à cinq ans, la cour lui assigne un administrateur qui veille à l'application du plan. Cela lui permet d'éviter la saisie de certains de ses biens et plus spécialement de son logement, mais il lui faudra pour cela apurer l'ensemble des arriérés des cinq dernières années et ne déchoir dans aucun des paiements futurs.

La faillite de « chapitre 13 » est dite d'« ajustement des dettes d'un individu aux revenus réguliers » et représentait environ 30 % des faillites personnelles aux États-Unis sur la période qui s'étend de 1990 à 2004. L'autre formule qui s'applique aux particuliers, la plus courante, est celle de « chapitre 7 », dite aussi de « liquidation » : les actifs de l'individu en faillite y sont partagés entre ses créanciers au prorata de leur créance. Elle fonctionne de la manière suivante : le candidat remplit un dossier auprès du tribunal, qui lui assigne un administrateur ; celui-ci rassemble ses avoirs, puis les liquide et répartit alors le produit de la vente entre les créanciers. Parmi ceux-ci, ceux pour qui certains avoirs de l'individu constituaient un gage ont priorité sur les autres. Dans bien des cas de faillite de « chapitre 7 », le candidat ne dispose pas d'avoirs qui puissent être liquidés et le dossier est déclaré « cas sans actifs ». Sont exclus de l'exemption les pensions alimentaires, les prêts-étudiants et la plupart des impôts et taxes. Les dettes du particulier en faillite sont ainsi effacées et il se voit offrir la possibilité de « repartir de zéro ». La formule de « chapitre 7 » a représenté bon an, mal an 70 % des faillites personnelles aux États-Unis sur la période qui va de 1990 à 2004.

En 1980, 287 570 Américains s'étaient déclarés en faillite personnelle. En 2004, leur nombre est passé à 1,57 millions, soit une multiplication du chiffre par cinq et demi⁷. En progression régulière, le nombre des faillites personnelles de « chapitre 7 » a plus que doublé depuis 1990, passant de 506 940 à 1,15 millions en 2004. Celui des faillites personnelles de « chapitre 13 » a suivi le même mouvement, passant de 208 666 en 1990 à 444 128 en 2004.

FIGURE 1. LES FAILLITES PERSONNELLES AUX ÉTATS-UNIS



La figure 1 montre la progression des faillites personnelles de chapitres 7 et 13 aux États-Unis sur la période qui s'étend de 1980 à 2004. Lus autrement, les chiffres pour 2004 signifient qu'un ménage sur 72,8 s'est déclaré en faillite au cours de l'année, soit aussi 1,4 % des ménages. La répartition varie selon les États : dans l'Utah, le plus touché, un ménage sur 36,5 s'est déclaré en faillite en 2004, soit 2,7 % d'entre eux.

La philosophie propre au statut de la faillite personnelle aux États-Unis, à l'époque où celui-ci fut mis au point, était d'offrir une seconde chance à quiconque était prêt à participer au « rêve américain ». Au XIX^e siècle, un juge à la Cour suprême du Texas faisait l'éloge de l'institution et déclarait que « pareils à Antée, il leur est donné de repartir avec une énergie, une force et une capacité aux affaires redoublée⁸ ». En 1934, la Cour suprême

7. Peter G. Gosselin, « The New Deal. How just a handful of setbacks sent the Ryans tumbling out of prosperity. The family's plight mirrors a trend in which common events like layoff and illness increasingly prove devastating, The Times finds », *Los Angeles Times*, 30 décembre 2004.

8. *Ibid.*

affirmait que la faillite personnelle « offre au débiteur honnête mais malchanceux [...] une opportunité renouvelée et offre à ses efforts futurs le champ libre, sans qu'il demeure embarrassé par la pression et le découragement que génère sa dette antérieure⁹ ». Le régime de la faillite personnelle repose sur deux principes : que le remboursement des dettes soit limité dans le temps – sans quoi la faillite s'assimile à un asservissement du débiteur au créancier – et qu'elle réunisse les conditions qui lui permettront de repartir d'un bon pied¹⁰. Keith Ludin, juge au tribunal des faillites, déclarait récemment à un journaliste : « Des tas de gens se sont déclarés en faillite : Mark Twain, Buster Keaton, Walt Disney. La faillite est un filet de rattrapage très américain. C'est une partie intégrale du "rêve américain"¹¹. » Le fait que, parmi ceux qui se déclarent en faillite aux États-Unis, on trouve trois fois plus de travailleurs indépendants que de salariés confirme cette observation¹².

Le vent s'est cependant mis à tourner sous l'influence du milieu des affaires et de son porte-parole, la chambre de commerce. Le secrétaire adjoint au Trésor, Wayne Abernathy, déclarait en 2003 à propos de la faillite selon le « chapitre 7 » – la forme la plus libérale, celle qui limite les pertes de celui qui se déclare en faillite aux biens qu'il possède au jour où il dépose sa demande – que cet individu « emprunte de manière calculée autant qu'il le peut, en ne pensant pas qu'il lui faudra rembourser ou, dans certains cas, sans avoir l'intention de rembourser ». Un projet de loi qui modifie le statut de la faillite personnelle a été voté par le Congrès américain en février 2005 et confirmé par le Sénat deux mois plus tard.

Au vu de la progression constante du nombre de faillites personnelles, le sentiment s'est imposé au fil des années qu'une

9. Song Han et Wenli Li, *Fresh Start or Head Start? The Effect of Filing for Personal Bankruptcy on the Labor Supply*, The Federal Reserve Board, 28 avril 2004.

10. Un trait que j'avais noté à propos des pêcheurs de l'île de Houat dans le Morbihan, et qui est peut-être caractéristique des populations rurales européennes dans leur ensemble, était qu'à celui qui gère bien ses affaires, on reconnaît du talent, alors qu'à celui qui les gère mal, on se contente d'attribuer de la malchance (Paul Jorion, « Adjuration du hasard et maîtrise du destin », *L'Homme*, XVI, 4, 1976).

11. Peter G. Gosselin, « Judges say overhaul would weaken bankruptcy system », *Los Angeles Times*, 29 mars 2005.

12. Teresa A. Sullivan, Elisabeth Warren et Jay L. Westbrook, *The Fragile Middle Class. Americans in Debt*, op. cit., p. 115-116.

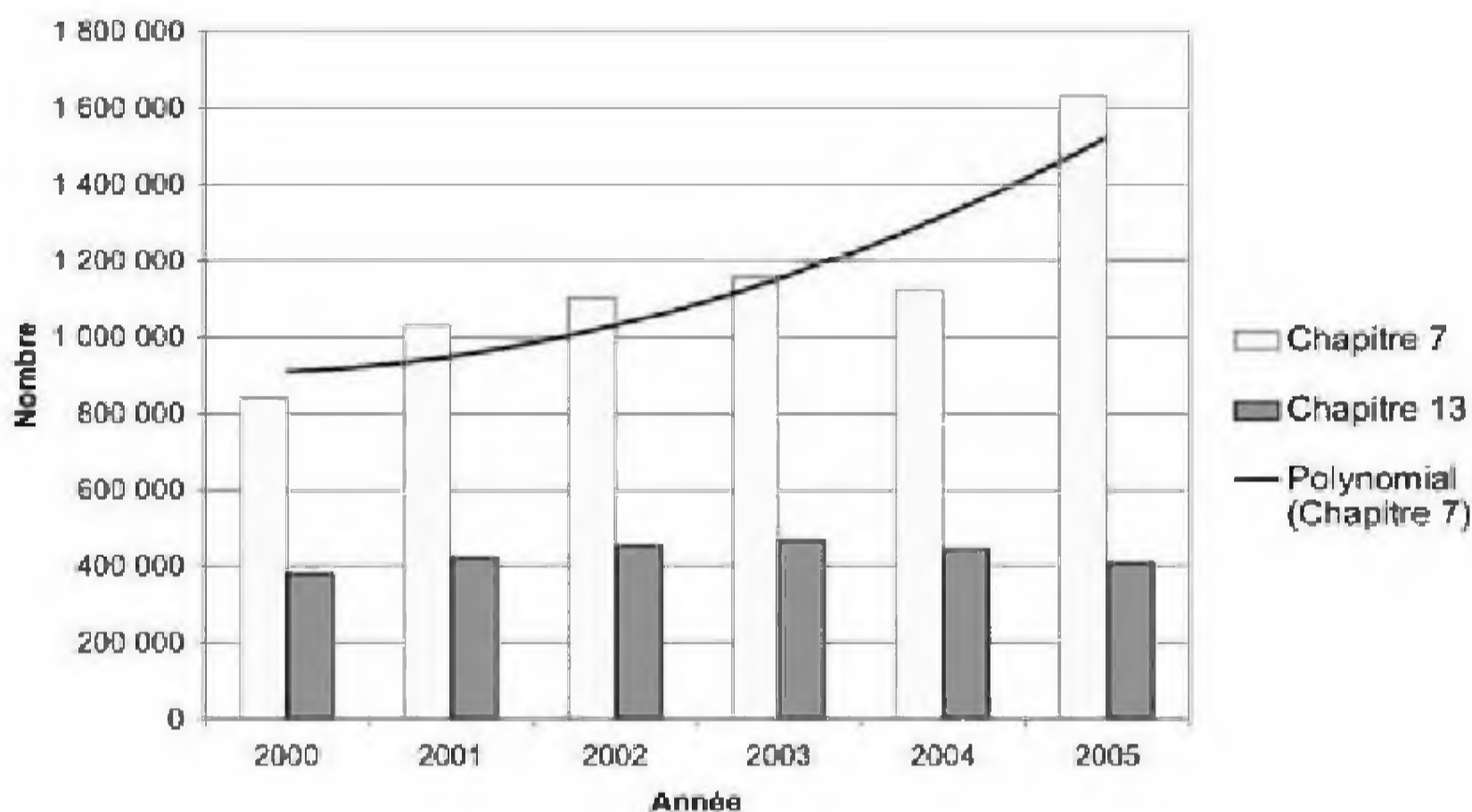
proportion trop importante des faillites de « chapitre 7 », qui remettent les compteurs à zéro, sont en réalité « de convenance », c'est-à-dire sont déclarées par des individus qui auraient en réalité les moyens d'éponger tout ou partie de leurs dettes. Ces derniers sont perçus comme des resquilleurs dont il est préférable qu'ils soient aiguillés vers la formule du « chapitre 13 », où leurs dettes ne seront pas tout simplement effacées, mais rééchelonnées.

Dans le texte de la loi révisée, le statut de « chapitre 7 » n'a pas été supprimé, mais il est interdit à la moitié de la population dont les revenus sont supérieurs à la médiane au sein de l'État où l'individu réside. On a vu précédemment que la moitié de la population américaine la moins bien nantie se partage 2,8 % du patrimoine national et ne dispose donc pas à proprement parler de « moyens financiers » dignes de ce nom. La chose n'a pas échappé au législateur, qui permet toujours à la partie de la population dont les revenus sont inférieurs à la médiane de leur État de se déclarer en faillite sous le statut du « chapitre 7 ». La médiane des revenus était en 2003 de 46 169 dollars en Virginie occidentale et de 87 412 dollars dans le New Jersey. « Patrimoine » et « revenus » ne sont évidemment pas synonymes, mais un partage de la population en deux selon l'un et l'autre critère devrait déboucher en gros sur le même résultat. Pour éviter que certains ménages en difficulté n'aient à souffrir du fait que l'État dans lequel ils vivent se caractérise par de faibles revenus, des montants forfaitaires ont également été introduits dans le projet de loi, où elles jouent le rôle de seuils absolus. Ainsi, le particulier dont les revenus sont supérieurs à la médiane de son État, mais qui peut faire la preuve qu'il est incapable de déboursier 6 000 dollars sur cinq ans (soit cent dollars par mois) pour rembourser ses dettes, conservera également le droit de bénéficier du statut de « chapitre 7 ».

Les chiffres varient, dans les projections faites, du nombre de ménages qui vont ainsi être privés du droit de bénéficier du statut de « chapitre 7 ». Certains parlent de 3 % du nombre actuel, ce qui équivaut à 34 000 par an, d'autres de 10 %, ce qui signifie 112 000 annuellement. Ces chiffres sont à rapprocher des 3 % seulement de particuliers qui se déclarent actuellement en faillite sous le « chapitre 7 » et qui seraient à même financièrement d'effectuer des paiements échelonnés sous le statut du « chapitre 13 », selon une étude publiée par l'*American Bankruptcy Institute*, un groupe

d'études sans arrière-pensées politiques. Quoi qu'il en soit, le nombre des candidats au « chapitre 7 » a fait un saut en 2005, nombreux étant ceux qui ont voulu encore profiter de l'ancien régime de la loi ; le chiffre est passé de 1 122 529 en 2004 à 1 631 011 en 2005, soit une progression de 45,3 %, alors que, pour sa part, le nombre total de faillites personnelles pour l'année a grimpé de 1 570 870 à 2 039 214, un chiffre en progression de 29,8 %.

FIGURE 2. LES FAILLITES PERSONNELLES
AUX ÉTATS-UNIS (2000-2005)



La figure 2 souligne la progression des faillites de « chapitre 7 » en 2005, alors que celles de « chapitre 13 » connaissent un tassement.

Parmi les organismes qui ont promu la nouvelle loi, on trouve donc la chambre de commerce, des associations de détaillants, la branche financière de la compagnie automobile Ford et les organismes financiers émetteurs de cartes de crédit. Parmi les opposants : les associations de consommateurs, les syndicats, diverses organisations représentant les minorités ethniques et la National Association of Consumer Bankruptcy Attorneys (Association nationale des avocats de faillite des consommateurs). L'un de ces derniers déclarait à un journaliste : « Ils ne visent pas à raccommo-der les lois relatives à la faillite personnelle, ils tentent d'amo-cher le statut à tel point que plus personne ne puisse en bénéficier¹³. »

13. Peter G. Gosselin, « Judges say overhaul would weaken bankruptcy system », article cité.

Deux observations intéressantes peuvent être faites : premièrement, que les législateurs ont profité du nouveau projet de loi, dont l'accent est mis sur le filtrage du statut de « chapitre 7 » vis-à-vis des resquilleurs, pour durcir également les termes du « chapitre 13 ». Ainsi, pour ce qui touche aux prêts portant sur l'achat d'une automobile, l'accent était mis jusqu'ici sur la valeur actuelle du véhicule : il sera mis désormais sur le montant du prêt restant dû. Vu les pratiques en cours dans le secteur du prêt-automobile, la différence peut être substantielle. Les promoteurs, les marchands de meubles ou d'équipement ménager, les médecins et les organismes financiers émetteurs de cartes de crédit ont également réussi à faire désigner leurs produits ou services comme prioritaires pour leur remboursement. Certains juges considèrent qu'étant donné les ressources dont disposent les individus qui se déclarent en faillite personnelle, il est irréaliste de définir autant d'articles comme « prioritaires ».

La seconde observation est qu'aucune des dispositions actuelles amortissant les conséquences de la faillite personnelle pour ceux qui tombent dans la catégorie de répartition du patrimoine que je qualifie de « riches » n'a été modifiée, en dépit de leur caractère notoirement scandaleux ; mieux : un article a été modifié pour leur faciliter la vie encore davantage. Ainsi, la loi laisse en place les dispositions existant dans certains des États qui exemptent le domicile de la sphère des biens que les créanciers peuvent saisir. Une combine classique pour les candidats à la faillite fortunés consiste alors à revendre tous leurs biens et à s'acheter un palais avec le capital réalisé. Seule modification au statut existant : l'individu en faillite devra être propriétaire de son logement depuis au moins quarante mois pour que celui-ci puisse être exempté de saisie. Une autre astuce, qui reste en place, est celle qui touche aux *asset protection trusts*, les « fondations de protection des actifs », des entités légales que des médecins fortunés ont mises en place pour protéger leurs biens contre les confiscations auxquelles peuvent donner lieu les poursuites engagées contre eux pour faute ou négligence professionnelles. Quinze cents de ces fondations ont été enregistrées entre 1997 et 2003, immunisant contre la saisie un montant de 2 milliards de dollars. Marchant sur les traces des médecins, les hommes d'affaires mettent aujourd'hui en place de telles fondations pour protéger leur capital en cas de poursuites

dans le cadre du *Sarbanes-Oxley Act* qui, je le rappelle, engage leur responsabilité s'ils cautionnent les comptes de leur société et que ces derniers se révèlent falsifiés. Dernier élément, le nouveau projet de loi élève à un million de dollars le montant de la pension qu'un particulier peut mettre à l'abri de ses créanciers quand il se déclare en faillite.

Certains juges soulignent que les nouvelles dispositions, en déplaçant certains candidats du statut de « chapitre 7 » vers le « chapitre 13 », les mettront dans une situation où ils seront incapables de faire face à leurs obligations financières et du coup traîneront indéfiniment leurs créances comme un boulet. L'un des rédacteurs de la loi de 1978 sur les faillites personnelles, Kenneth N. Klee, observait que « si vous êtes confronté à une montagne de dettes et n'avez aucun espoir d'en venir à bout, vous choisirez de vous évanouir dans la nature ou vous vous tournerez vers le crime¹⁴ ».

Le système juridique extrêmement libéral qui présidait à la faillite personnelle aux États-Unis jouait un rôle essentiel dans la gestion globale du crédit individuel. Sans l'existence de ce filet de rattrapage, il est douteux qu'un taux d'endettement pour les ménages dépassant leurs revenus nets d'une année soit viable au sein d'une société. En fait, la législation relative à la faillite personnelle, en rattrapant de justesse ceux qui échouent au jeu dangereux de l'endettement, constituait le pilier qui permettait au système du crédit personnel à deux vitesses – celui de bonne foi qui s'adresse à la « classe moyenne » et celui de mauvaise foi qui vise la « fausse classe moyenne » – de subsister et de se reproduire. En l'éliminant ou, comme le dit le juge que je citais précédemment, « en l'amochant au point que plus personne ne puisse en bénéficier », les élus américains suppriment l'un des remparts qui existent contre le déclenchement d'une crise économique et sociale majeure due au système de crédit personnel en vigueur dans le pays.

Les falaises de crédit

Le système récent d'évaluation du crédit personnel fondé sur la cote FICO offre au bon payeur des occasions sans cesse renouvelées d'emprunter davantage, soit en mettant en gage les biens

14. *Ibid.*

qu'il a acquis antérieurement, soit sans même qu'une garantie soit exigée de lui, comme dans le cas de la carte de crédit. Sa capacité à emprunter est mesurée par sa cote de crédit et tant que celle-ci grimpe ou reste stationnaire, le moyen lui est offert d'augmenter toujours davantage l'effet de levier de l'endettement. Au contraire, le consommateur à la cote médiocre ou inexistante se voit repousser dans les marges où il doit se cantonner à payer comptant les dettes qu'il contracte. Voudrait-il jouer au même jeu que le riche que des prêteurs peu scrupuleux tenteront de le convaincre que rien n'est plus simple, mais l'attendront néanmoins au tournant. Il devra verser non seulement une prime reflétant le risque qu'il fait réellement courir à ceux qui traitent avec lui sur le plan commercial, mais aussi une prime d'arrogance qu'ils lui imposeront pour avoir voulu jouer dans la cour des grands. Dans ce contexte figé, le bon fonctionnement du système dépend uniquement de la scientificité effective de la cote FICO, c'est-à-dire de sa capacité à mesurer exactement le risque de non-remboursement couru objectivement par le bailleur de fonds.

Une innovation récente, dangereuse par ses implications, est que le coût du crédit qu'un consommateur a déjà obtenu, ou des assurances auxquelles il a souscrit, peut être réévalué à la hausse du jour au lendemain si sa cote de crédit se dégrade pour une raison quelconque. La notion qui sous-tend cette nouvelle évolution est celle d'une cote de crédit « dynamique ». Jusqu'ici en effet, la solvabilité du consommateur était évaluée au moment où il sollicitait l'emprunt, et les mêmes conditions prévalaient jusqu'à sa maturité. L'inconvénient, du point de vue du bailleur de fonds, était que les dettes contractées par le consommateur par la suite étaient ignorées bien que leur impact sur sa solvabilité soit incontestable¹⁵.

15. La nécessité d'une évaluation « dynamique » a tout d'abord été ressentie dans le domaine de la *loan to value* (LTV), le montant de l'hypothèque par rapport à la valeur de la maison. Le remboursement d'une part de principal à l'occasion de chaque paiement mensuel signifie que, dès le premier mois d'un prêt hypothécaire avec amortissement (la formule de *mortgage* la plus commune), la LTV baisse, la valeur du montant dû se réduisant, alors même que la valeur de la maison reste constante. De plus, dans le contexte américain où le prix de l'immobilier résidentiel s'est renchéri de manière quasi constante depuis les années 1950, le prêteur disposant d'un gage sur le logement doit intégrer cette appréciation comme un facteur additionnel susceptible de faire baisser la LTV.

Cette réévaluation dynamique de la cote de crédit des consommateurs signifie que le montant des versements mensuels auxquels ils doivent faire face peut s'emballer, leurs difficultés à respecter leurs engagements dans un domaine engendrant de nouveaux problèmes dans un autre. La manière douloureuse dont de nombreux consommateurs découvrirent cette nouvelle subtilité de la cote de crédit fut quand, tentant de limiter les dégâts en faisant défaillance sur l'une seulement de leurs cartes de crédit, ils virent leur dette sur les autres brutalement réévaluée à la hausse.

Cela signifie que les particuliers sont désormais exposés aux mêmes « falaises de crédit¹⁶ » qui engendrèrent la chute de firmes comme Enron ou WorldCom en 2001 et 2002. La dégradation rapide de la cote de crédit de ces entreprises dans les évaluations qu'en faisaient les principales *rating agencies*, les agences de cotation du risque de défaillance que sont Standard & Poor's, Moody's, Fitch et quelques autres, les ont précipitées dans un gouffre du fait que, de jour en jour, leur dette à court terme se retrouvait plus onéreuse. Leur difficulté à rembourser les sommes dues faisait boule de neige en raison des taux de plus en plus élevés des emprunts nouveaux qu'elles devaient souscrire pour faire face au jour le jour à leurs obligations financières¹⁷.

Le risque rencontré par les individus se transforme alors, selon un terme à la mode, en risque « systémique » : inhérent au système. C'est-à-dire, aussi, en risque « collectif » : la mesure du risque par la cote FICO peut être parfaitement exacte et le système se retrouver

16. À ma connaissance, la notion de « falaise de crédit » a été introduite par Solomon B. Samson dans un article intitulé « Playing out the credit cliff dynamics », publié le 12 décembre 2001 dans *RatingsDirect*, une publication Internet de l'agence de *rating* Standard & Poor's.

17. Un endettement excessif a joué un tour similaire à un fonds d'investissement pour individus fortunés, un *hedge fund* : Long-Term Capital Management, qui s'est effondré en 1998. Les autorités bancaires ont craint un effet de dominos sur les marchés financiers et ont fait pression sur les banques d'investissement liées au *hedge fund* pour qu'elles le tirent du pétrin au moins provisoirement. Un mémorandum analysant *a posteriori* la crise qui avait secoué le fonds explique que « le résultat avait été une spirale descendante qui s'alimentait d'elle-même, entraînant les positions prises sur les marchés de manière imprévue vers des valeurs extrêmes qui dépassaient de beaucoup les niveaux que la discipline en place en matière de gestion du risque et de pertes exceptionnelles était capable de maîtriser » (Roger Loewenstein, 2000, *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-term Capital Management*, Random House, New York, p. 219).

néanmoins en danger mortel du fait qu'un trop grand nombre de participants se trouvent soudain confrontés simultanément aux mêmes contraintes. Autrement dit, la cote FICO des consommateurs individuels peut demeurer un excellent baromètre de leur solvabilité et le système du crédit individuel s'effondrer néanmoins dans son ensemble. Il suffit pour cela que leur cote baisse trop rapidement et que leurs paiements mensuels soient en conséquence considérablement révisés à la hausse et qu'ils ne puissent soudain plus faire face à leurs engagements. C'est alors leur nombre même à se retrouver simultanément dans la même situation de délinquance qui génère le danger systémique. En effet, les organismes financiers sont à même de réclamer leurs dus à des emprunteurs délinquants lorsque ceux-ci ne constituent qu'une part modeste de leur clientèle. Dès que ceux-ci sont en proportion importante, le mécanisme de recouvrement des dettes s'engorge, et les consommateurs eux-mêmes, conscients de la force qui réside dans leur nombre, se sentent de moins en moins obligés de faire face à leurs obligations.

LES RACINES DU SURENDETTEMENT

Le capital ne croît pas de lui-même : pour qu'il fructifie, il faut que la nature sous la forme des rayons du soleil ou du travail humain l'y aide. Le processus de déplacement du capital vers le lieu de sa fructification optimale est à la base de toute logique d'investissement. Les Anglo-Saxons appellent l'allocation de fonds au projet économique qui leur assure le meilleur taux de rendement le *price discovery process*, le « processus de découverte du prix ». Un auteur écrit : « Le mécanisme par lequel des unités économiques disposant d'un surplus du point de vue de l'épargne trouvent un équilibre avec des unités en déficit du point de vue de l'épargne s'appelle le *processus de découverte du prix*¹⁸. » Le capital en surplus se déplace dans un mouvement automatique d'un lieu où il est sous-exploité vers un autre où il est utilisé de manière optimale. Celui qui obtient du capital par l'emprunt récompense celui qui le lui a prêté en lui versant des intérêts en attendant de pouvoir le rembourser. L'emprunteur partage avec le prêteur le fruit de la fructification du

18. James C. Van Horne, 1994, *Financial Market Rates and Flows*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, N. J., 4^e édition, p. 5.

capital qui a été bonifié par l'apport de son travail. Les limites du *processus de découverte du prix* sont marquées par l'incapacité de l'emprunteur à rembourser sa dette. Dans cette éventualité, le bailleur de fonds s'adapte aux circonstances en se tournant vers d'autres candidats.

Le principe de la découverte du prix semble suggérer qu'il n'existe jamais de situation globale de surendettement. Si les fonds disponibles se retrouvent investis dans les emprunts contractés par les ménages, il faut alors admettre que c'est là leur meilleure allocation possible. Cela revient toutefois à ignorer une distinction cruciale quant à l'usage du capital prêté : l'usage « productif » du capital dans la production et son usage « consommif » dans la consommation. Le capital investi directement dans la production, le grain par exemple, est prédisposé à la fructification : avec l'apport des rayons du soleil et le travail du paysan, il se métamorphose en moisson. Dans son usage « consommif », le capital se transforme en énergie du travailleur lui-même. Celui qui emprunte pour s'acheter du grain dont il fait son pain consomme ce pain ou, si l'on veut, il l'investit dans sa propre subsistance. Cela ne signifie pas que le capital que ce grain constitue ne fructifie pas, mais, s'il le fait, c'est par un moyen certainement plus détourné que s'il était semé. Le grain mangé sous la forme de pain a été transformé en capacité du travailleur à se présenter à nouveau le jour suivant au travail et à récupérer par son ouvrage le capital qu'il a investi en lui-même comme un salaire. La fructification du capital est passée par sa consommation, c'est-à-dire sa capacité à renouveler sa force de travail. Le parcours qui va du grain obtenu à l'aide d'un prêt à son remboursement avec intérêt est plus long, et donc plus risqué, s'il passe par l'ingestion du grain que s'il passe par son semis.

Si je n'envisage plus une consommation directe par l'ingestion par exemple mais – pour prendre le cas d'un produit de consommation particulièrement apprécié par les Américains au moment où j'écris et généralement acquis par le biais d'une vente à tempérament – par la télévision à écran plat de vaste dimension, l'investissement est cette fois dans une qualité de vie qui contribuera à ce que le travailleur reparte au travail avec un entrain auquel le contentement que lui a procuré sa TV le soir du jour précédent aura participé. Tant que le moyen lui est ainsi offert de rembourser sa dette en ayant transformé son emprunt en force de travail, le

mécanisme fonctionne de manière idéale : le capital a fructifié et le fruit de sa fructification a été partagé entre le bailleur de fonds et l'emprunteur.

La maison d'habitation constitue ici un cas intéressant : il s'agit à première vue, avec elle, d'un usage « consommptif », qui contribue au confort du travailleur et fait partie de ces biens qui le mettent dans les meilleures dispositions pour reprendre le travail le lendemain matin. Mais il y a plus, car, dans le contexte américain (la chose est avérée), sa valeur croît de manière permanente : tout suggère qu'il s'agit avec elle d'un capital qui fructifie sinon de lui-même, du moins avec un minimum seulement de soin et d'attention – comme l'arbre fruitier que les rayons du soleil et l'eau qui tombe du ciel suffisent à faire fructifier.

Le raisonnement est sans reproche, mais le mécanisme mis en évidence n'est optimal que localement, c'est-à-dire seulement s'il est envisagé dans le cadre restreint du rapport entre le prêteur et l'emprunteur. Son fonctionnement possède en effet des implications négatives en dehors de ce cadre immédiat et qui se répercutent de secteur en secteur. En effet, le surendettement des ménages entraîne un déficit de la balance des paiements nationale si les biens de consommation qu'ils acquièrent sont d'origine étrangère ; le déficit pèse sur la monnaie, ce qui entraîne une hausse des taux d'intérêt qui rend les dettes plus onéreuses ; le consommateur, dont le coût de l'endettement a déjà atteint la limite de ce que son budget peut supporter, ne peut désormais faire face à tous ses engagements : il se voit forcé de se déclarer en faillite personnelle.

Cela dit, l'explication du surendettement des ménages américains comme une conséquence inexorable du « principe de découverte du prix » est insuffisante. Si elle faisait l'affaire, la même logique implacable conduirait chaque consommateur des pays capitalistes à un surendettement similaire. Or ce n'est pas ce que l'on constate. On pourrait incriminer alors l'incapacité des bailleurs de fonds à évaluer correctement le risque qu'ils encourent. Mais le fait est que leur calcul est correct puisque, une fois opéré le passage aux pertes et profits des comptes délinquants, ils y trouvent leur bénéfice. Mais est-ce bien le cas, ou simplement quelque chose que l'on suppose en constatant tant d'affairement ? Il se pourrait très bien qu'il n'y ait là en vérité qu'un exercice de corde raide, l'apparence d'une bonne santé pour une situation en réalité au bord

du gouffre. C'est ce que suggère l'analyse faite précédemment en termes de « falaise de crédit » : ce dont il n'est pas tenu compte, c'est le double caractère du risque, individuel pour le consommateur et « systémique » pour la collectivité. Pour le consommateur, l'incapacité à payer les intérêts dus dans le service de la dette peut s'aggraver dans le tourbillon où la baisse de la cote de crédit rend la dette plus onéreuse et donc plus difficile à servir, ce qui entraînera à terme une nouvelle baisse de la cote, et une dette toujours plus onéreuse et donc toujours plus difficile à servir..., et pour ce qui touche à la collectivité, le fait que la dynamique de la falaise touchera simultanément une multitude de ménages en situation similaire. Un niveau peut être atteint où il n'est plus question d'une collection disparate de ménages en difficulté, mais d'un phénomène de société. Lorsqu'en 1932 un quart des ménages se révélèrent incapables de rembourser leur prêt-logement, la seule issue pour le gouvernement fut d'intervenir. À sa grande perplexité, l'Amérique du début du deuxième millénaire vit toujours à la même enseigne.

Autant pour la logique du bailleur de fonds. Mais il faut aussi pouvoir, seconde partie de l'équation, rendre compte de l'impossibilité apparente du consommateur à savoir s'arrêter à temps. Et ici intervient évidemment le caractère national tel qu'il a été forgé par l'histoire.

Le « budgétisme »

Commençons par le cadre le plus général : avant la dette, l'argent, et rappelons ce qu'Alexis de Tocqueville avait écrit sur le rapport de l'Américain à l'argent dans *De la démocratie en Amérique*. Dans le chapitre intitulé « Comment l'aspect de la société, aux États-Unis, est tout à la fois agité et monotone », il faisait le commentaire suivant :

« Les hommes qui vivent dans les temps démocratiques ont beaucoup de passions ; mais la plupart de leurs passions aboutissent à l'amour des richesses ou en sortent. Cela ne vient pas de ce que leurs âmes sont plus petites, mais de ce que l'importance de l'argent est alors réellement plus grande. Quand les concitoyens sont tous indépendants et indifférents, ce n'est qu'en payant qu'on peut obtenir le concours de chacun d'eux ; ce qui multiplie à l'infini l'usage de la richesse et en accroît le prix. Le prestige qui s'attachait aux choses anciennes ayant disparu, la naissance, l'état, la profession ne distinguent plus

les hommes, ou les distinguent à peine ; il ne reste plus guère que l'argent qui crée des différences très visibles entre eux et qui puisse en mettre quelques-uns hors de pair. La distinction qui naît de la richesse s'augmente de la disparition et de la diminution de toutes les autres. Chez les peuples aristocratiques, l'argent ne mène qu'à quelques points seulement de la vaste circonférence des désirs ; dans les démocraties, il semble qu'il conduise à tous.

On retrouve donc d'ordinaire l'amour des richesses, comme principal ou accessoire, au fond des actions des Américains ; ce qui donne à toutes leurs passions un air de famille, et ne tarde point à en rendre fatigant le tableau. Ce retour perpétuel de la même passion est monotone ; les procédés particuliers que cette passion emploie pour se satisfaire le sont également.

Dans une démocratie constituée et paisible, comme celle des États-Unis, où l'on ne peut s'enrichir ni par la guerre, ni par les emplois publics, ni par les confiscations politiques, l'amour des richesses dirige principalement les hommes vers l'industrie. Or, l'industrie, qui amène souvent de si grands désordres et de si grands désastres, ne saurait cependant prospérer qu'à l'aide d'habitudes très régulières et par une longue succession de petits actes très uniformes. Les habitudes sont d'autant plus régulières et les actes plus uniformes que la passion est plus vive. On peut dire que c'est la violence même de leurs désirs qui rend les Américains si méthodiques. Elle trouble leur âme, mais elle range leur vie¹⁹. »

Un auteur américain du milieu du xx^e siècle, William H. Whyte Jr, a ressuscité sous le nom de « budgétisme » la notion, chez Tocqueville, que c'est « la violence même de leurs désirs qui rend les Américains si méthodiques ». Le surendettement serait le moyen découvert par les ménages pour maîtriser leur avidité en construisant autour d'eux un cadre rigide constitué des contraintes qu'impose le devoir de rembourser des emprunts d'un montant excessif. Whyte définit le « budgétisme » comme « le désir d'une personne de régulariser ses revenus en les soustrayant à son propre contrôle pour les discipliner par des forces extérieures²⁰ ». Cette délégation de la discipline financière à des forces extérieures épargne en effet au ménage la nécessité de s'organiser selon ses propres principes. « La beauté du budgétisme, ajoute Whyte, est qu'il n'est nullement

19. Alexis de Tocqueville, 1840, *De la démocratie en Amérique*, vol. II, 3^e partie, chapitre XVII : « Comment l'aspect de la société, aux États-Unis, est tout à la fois agité et monotone ».

20. Cité par Lendol Calder, 1999, *Financing the American Dream*, Princeton University Press, Princeton, p. 297.

nécessaire de tenir un budget. Tout se passe automatiquement²¹. » Sa conclusion est elle aussi imparable : « Le *budgetisme* est l'opium de la classe moyenne²². »

Ces observations sont excellentes, celle de Whyte comme celle de Tocqueville ; elles ignorent cependant que des démocraties aussi avancées que celle que l'on trouve aux États-Unis, sinon plus avancées que celle-ci, sont apparues depuis sans qu'un rôle aussi central de l'argent s'y observe ou qu'il soit fait appel au « budgetisme » pour régler la consommation des ménages par le surendettement. Le « budgetisme » nous met cependant sur la voie : on y lit en filigrane une éthique familière, celle du protestantisme, sous l'une de ses formes particulières.

L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme

Les citoyens américains dans leur quasi-totalité considèrent le système économique qui est le leur comme idéal, n'envisageant sa réforme possible que sur des aspects mineurs. Suggérer à un Américain que certaines des institutions de son pays pourraient être améliorées si l'on s'inspirait de l'expérience d'autres nations produit toujours chez lui la même consternation : s'il lui paraît admissible que certains détails puissent être révisés, l'idée que d'autres nations auraient pu faire mieux à ce sujet est pour lui inacceptable. Et c'est pourquoi on pourrait être tenté de qualifier le capitalisme sous la forme qu'on lui trouve aux États-Unis non pas de « sauvage », mot qui suggère un certain archaïsme, mais de « fondamentaliste ».

Il n'est donc pas superflu de réexaminer la thèse de Max Weber relative à la consubstantialité du capitalisme « fondamentaliste » et du protestantisme et, pour ce qui touche à ce dernier, à sa forme spécifique aux États-Unis, le puritanisme, et, à la source de celui-ci dans l'enseignement de Jean Calvin. Le calvinisme suppose la prédestination : Dieu réalise son dessein du triomphe historique du bien sur le mal, et chaque individu a son rôle à jouer dans le déroulement du drame : positif s'il fait partie des élus et négatif s'il en est exclu. La place de chacun dans la réalisation du plan divin a été déterminée antérieurement à ce qu'il soit déployé dans l'histoire. En conséquence, le libre arbitre est une illusion : l'individu est seul,

21. *Ibid.*, p. 298.

22. *Ibid.*

prisonnier d'un destin qui se réalise malgré lui, apte seulement à constater quel est celui-ci au sein du projet de la Divinité.

Selon Weber, le capitalisme moderne fut fondé en Nouvelle-Angleterre au xvii^e siècle par les Pèlerins, un groupe de colons puritains. Cela paraît incontestable. Je résume brièvement sa thèse qui fait émerger du calvinisme l'individu possédé par l'esprit d'entreprise.

Tout sujet ignore s'il appartient ou non au cercle des élus et, cette incertitude étant source d'anxiété, le sujet guette les signes éventuels de son élection. Sa capacité à se préserver du péché tout comme sa réussite personnelle dans les entreprises séculières – telle l'obtention du confort matériel, voire même de la fortune²³ – constituent le test de son élection. L'apparition de signes encourageants le motive davantage. L'enthousiasme ne tarde pas à engendrer le succès qui confirme le sujet dans le sentiment qu'il appartient bien au nombre des élus. On assiste à un renforcement progressif, une amplification, où chaque succès contribue à assurer la réussite de nouvelles entreprises. Le processus est celui d'une « rétroaction positive », où le succès engendre le succès. Convaincu désormais d'appartenir au camp des « bons » au sein du drame cosmique, le sujet s'enhardit : sa confiance en soi devient infinie. La preuve est faite à ses propres yeux, mais aussi à ceux du reste des hommes, que Dieu compte sur lui dans la réalisation de son dessein.

Plusieurs auteurs se sont interrogés sur l'époque à laquelle cette domination idéologique du puritanisme aux États-Unis a pris fin. Certains considèrent qu'elle entre en déclin au début du xviii^e siècle, d'autres pensent qu'elle ne s'éclipsera qu'au début du siècle suivant. Pour ma part, je considère que cette influence n'a probablement pas connu d'interruption puisque j'observe encore qu'elle est dominante à l'heure actuelle. Ses formes sont sans doute sécularisées aujourd'hui à des degrés divers, mais elle demeure intangible : les tentatives sont constantes d'instaurer en institutions des règles

23. Stephen Kalberg rapporte que « Richard Baxter, un pasteur anglais influent au xvii^e siècle qui commenta l'éthique puritaine, considérait que l'activité mondaine – le travail acharné, la concurrence, la recherche du profit, etc. – pouvait procurer au croyant la richesse dispensée par la main bienveillante d'un Dieu omnipotent et omniscient – ou *pouvait en tout cas le convaincre que tel était bien le cas* » (Stephen Kalberg, « Tocqueville and Weber on the sociological origins of citizenship : the political culture of American democracy », *Citizenship Studies*, vol. 1, n°2, juillet 1997, p. 206).

morales dont le respect est laissé, dans des contextes moins répressifs, à la délibération de chacun. Ainsi des prohibitions anciennes ou actuelles de l'alcool, du tabac, de la marijuana, de la nudité, de l'euthanasie, ou de l'infraction de la Federal Drug Administration à ses propres règlements avec l'interdiction à la vente libre de la pilule dite « du lendemain²⁴ ». Bien entendu, aucune société *moderne* n'est réellement unanime et il existe sur toute question un éventail d'opinions ; il n'en demeure pas moins que les vagues migratoires successives qui ont suivi la fondation de la colonie de Plymouth par un groupe de puritains anglais appelés « les Pèlerins » n'ont jamais réussi à modifier le moule : elles se sont toutes assimilées sur le plan idéologique au courant à dominante puritaine après en avoir adopté, bon gré mal gré, l'éthique. Il en est allé ainsi pour des ethnies que l'on imaginerait mal s'assimiler au modèle calviniste : pour les Irlandais et les Italiens, chacun catholique à sa manière, pour les Russes et pour les Arméniens, pour les Juifs²⁵.

Les États-Unis se vantent à juste titre d'être une société plurielle sur le plan religieux et de n'avoir jamais connu de guerre civile sur ces questions. Il s'agit en effet d'une gageure. Steve Fraser suggère dans son livre *Every Man a Speculator*, consacré à l'influence de Wall Street sur la vie américaine au fil du temps, que l'unification s'est faite autour de Mammon. Évoquant l'état d'esprit dans lequel baignait l'opinion publique en 2005, alors que de nouveaux scandales dans le fonctionnement du monde financier étaient découverts journallement, il écrivait : « Même au sein de la tourmente causée par les fraudes les plus choquantes depuis le krach de 1929, le public demeure enamouré. Les retombées politiques sont mineures. Les sources de la contestation semblent taries. Non seulement – et la

24. Ainsi également de l'intervention du président Bush et de la majorité républicaine au Congrès en mars 2005 à propos de Terri Schiavo, une jeune femme dans un état végétatif depuis quinze ans et à propos de laquelle une douzaine de décisions judiciaires avaient enjoint qu'on la laisse s'éteindre ; la dernière précisait dans ses attendus que les interventions intempestives du président et des parlementaires de la majorité étaient en désaccord (*at odds*) avec la Constitution des États-Unis.

25. À propos de ces derniers, un commentateur constate, amusé, que le héros américain anglo-saxon prototypique, le cow-boy du Far West, avait été inventé de toutes pièces par les scénaristes d'Hollywood, pratiquement tous juifs ; de même pour la quasi-totalité des chants de Noël américains « protestants », du *White Christmas* d'Irving Berlin au *Silver Bells* de Ray Evans et Jay Livingston (des noms de plume).

chose est essentielle – dans le monde politique, mais plus intimement dans la manière dont le public se représente la relation qui existe entre Dieu et Mammon, par exemple. Cela bien entendu au cas où l'idée les effleurait... Ou dans la manière dont nos fictions littéraires et cinématographiques, voire notre dose quotidienne de journalisme, présentent le règne du marché libre, chez nous comme à l'étranger, comme étant d'une inéluctabilité fatidique²⁶. »

Certains immigrants italiens qu'évoque Lendol Calder dans son *Financing the American Dream* évoquent en riant l'unanimité qui s'est faite autour des *dolci dollari*. Sentiment partagé qu'il définit de la manière suivante : « L'éthique de la gestion pécuniaire victorienne est devenue prévalente dans la culture américaine non parce qu'elle a transformé les salariés de misérables en millionnaires ou les employés de la classe moyenne, de la vie duraille à la vie de pacha, mais parce que ses doctrines servaient les intérêts, tels qu'ils les percevaient, des misérables autant que des puissants²⁷. » J'avais observé, à ma grande surprise, parmi les pêcheurs bretons, le même assentiment à un système économique dont ils pouvaient apparaître *a priori* comme les perdants.

Le gouvernement de George W. Bush se distingue de ses prédécesseurs en ce qu'il constitue le retour à une forme peu sécularisée du puritanisme. Un journaliste allemand faisait à la radio, à l'occasion de la visite de Bush en Europe en février 2005, le commentaire suivant (que je cite de mémoire) : « Nous avons aussi connu des dirigeants qui, dans leurs discours, parlaient en termes de certitudes. Nous ne pouvons plus faire confiance à quiconque affirme "Dieu nous enjoint de faire ceci ou cela". Nous avons déjà donné ! »

Dans son adresse à la nation, à l'occasion de l'inauguration de son second mandat en janvier 2005, le président déclarait : « Nous allons de l'avant avec une confiance absolue dans le triomphe ultime de la liberté. Non pas parce que l'histoire progresse du train de l'inévitable : ce sont les choix humains qui animent les événements. Non pas parce que nous nous considérons comme une nation élue : Dieu meut et choisit comme il l'entend. Nous avons confiance parce que la liberté est l'espoir permanent de l'humanité, ce dont on a faim dans les ténèbres, l'aspiration de l'âme [...]. L'histoire voit la

26. Steve Fraser, 2005, *Every Man a Speculator. A History of Wall Street in American Life*, HarperCollins, New York, p. xxiii.

27. Lendol Calder, *Financing the American Dream*, *op. cit.*, p. 86.

justice fluer et refluer, mais elle possède aussi une direction visible, définie par la liberté et par l'auteur de la liberté. » (J'ai rendu par « liberté » l'anglais *freedom* ainsi que l'anglais *liberty*).

Le message créa la consternation, y compris aux États-Unis. Si bien que le président se vit obligé d'en clarifier la signification quelques jours plus tard. Il précisa alors qu'il s'agissait, pour la réalisation de son programme, du « travail de plusieurs générations ». Certains commentateurs évoquèrent le ton « messianique » du message. Ce qui le caractérisait en fait n'était pas le « messianisme », mais le recours à la rhétorique calviniste : l'évocation d'une théocratie mondaine construite selon un plan divin, une cité de Dieu préfigurant par sa forme le royaume des Cieux. La tombe de Phoebe Gorham, décédée à Cap Cod dans le Massachusetts en 1775, a pour épitaphe : « Dès à présent mon Âme, dans l'Unité la plus douce, rassemble les deux supports du bonheur humain dont certains affirment à tort qu'ils ne peuvent se rejoindre : le Vrai Goût pour la Vie et la pensée constante de la Mort. » Les puritains ne se détournent en effet pas du monde matériel d'ici-bas, qui ne se limite pas à être une antichambre de la vie future : le bonheur s'acquiert d'abord dans ce bas monde, du moins pour l'élu.

Je me suis livré à un petit exercice : j'ai légèrement retouché le discours de Bush, en remplaçant le renvoi à la notion de liberté par un renvoi à la volonté divine. Mes retouches sont en italique, et voici ce que ses paroles deviennent à la suite de ce petit traitement : « Nous allons de l'avant avec une confiance absolue dans le triomphe ultime de la *volonté divine*. Non pas parce que l'histoire progresse du train de l'inévitable : ce sont les choix humains qui animent les événements. Non pas parce que nous nous considérons comme une nation élue (*parce que ce sont les hommes qui sont élus à titre individuel par la prédestination et non les nations*) ; Dieu meut et choisit comme il l'entend. Nous avons confiance parce que la *volonté divine* est l'espoir permanent de l'humanité, ce dont on a faim dans les ténèbres, l'aspiration de l'âme [...] L'histoire voit la justice fluer et refluer, mais l'histoire possède aussi une direction visible, définie par la *volonté divine* et par l'auteur du *dessein divin*. »

Il peut bien entendu sembler que la teneur du message a changé de manière radicale : la notion de libre arbitre à laquelle le mot de liberté est attaché a été entièrement éliminée, comme c'est le cas en effet pour le calvinisme. La substitution a également, au passage,

éliminé la contradiction, sinon flagrante, entre deux passages : « ce sont les choix humains qui animent les événements » et « Dieu meut et choisit comme il l'entend ».

Le sentiment que la majorité, dans une nation dont le succès révèle qu'elle bénéficie incontestablement de la sollicitude divine, comprend nécessairement l'ensemble des élus de Dieu dans la population conduit à l'absence de sollicitude envers les autres, les *losers*. C'est à cette dureté du *Vae victis !*, le « Malheur aux vaincus ! » d'un État vis-à-vis de ses propres citoyens, que pensait Alexis de Tocqueville quand il évoquait la « tyrannie de la majorité » : « Ce que je reproche le plus au gouvernement démocratique, tel qu'on l'a organisé aux États-Unis, ce n'est pas, comme beaucoup de gens le prétendent en Europe, sa faiblesse, mais au contraire sa force irrésistible. Et ce qui me répugne le plus en Amérique, ce n'est pas l'extrême liberté qui y règne, c'est le peu de garantie qu'on y trouve contre la tyrannie. Lorsqu'un homme ou un parti souffre d'une injustice aux États-Unis, à qui voulez-vous qu'il s'adresse ? À l'opinion publique ? C'est elle qui forme la majorité. Au corps législatif ? Il représente la majorité et lui obéit aveuglément. Au pouvoir exécutif ? Il est nommé par la majorité et lui sert d'instrument passif. À la force publique ? La force publique n'est autre chose que la majorité sous les armes. Au jury ? Le jury, c'est la majorité revêtue du droit de prononcer des arrêts : les juges eux-mêmes, dans certains États, sont élus par la majorité. Quelque inique ou déraisonnable que soit la mesure qui vous frappe, il faut donc vous y soumettre. »

Mais il s'agit en même temps, avec les États-Unis, d'une société qui a découvert, avec le New Deal de Franklin Roosevelt, une voie moyenne, respectueuse des libertés, ni fasciste ni communiste. Ce qui a permis ce développement, c'est la perplexité du puritanisme lorsque la nation tout entière se retrouve en difficulté, quand la majorité se retrouve elle aussi dans la dèche ; dans ce cas-là, la distinction entre élus et exclus du dessein divin se brouille. Il faut alors retrousser ses manches, provisoirement tous ensemble, jusqu'à ce que des temps plus cléments permettent à nouveau de s'y retrouver entre les bons et les méchants.

Le rejet spontané des « paresseux » par les Américains est dans la droite ligne du calvinisme : celui qui n'aime pas le travail produit de ce fait même la preuve qu'il se situe en dehors de la sphère des

élus. Le reproche le plus généralement adressé aux Noirs américains, c'est justement celui de leur paresse ; c'est là une manière bien pratique de signifier leur exclusion du cercle des élus. À l'inverse bien entendu des fermiers, dont le caractère industriel les situe aux antipodes des paresseux. La conséquence, c'est l'acceptation de principe de la ségrégation par la fortune – plus insidieuse que celle de lois discriminatoires puisqu'il est dans sa logique de se reproduire, sans nécessité pour cela de mesures oppressives – et qui apparaît en surface à l'occasion d'une catastrophe comme celle de la Nouvelle-Orléans, quand l'Amérique blanche découvre avec stupeur sur ses écrans de télévision que ces événements calamiteux n'ont pas lieu en Haïti, mais sur le territoire national.

Pourquoi alors ce rappel de Weber ? Parce qu'à mon sens, c'est cette confiance dans la Providence qu'exprime le *In God we trust* qui conduit le citoyen américain à outrepasser en permanence les limites de la prudence financière. Le fait de se savoir, sur un plan religieux, au rang des élus plutôt que de penser simplement que l'on bénéficie, sur un plan profane, de la chance vient renforcer l'optimisme qui caractérise déjà *a priori* celui ou celle qui a fait le pari de l'émigration et de ses aléas plutôt que de se satisfaire de la médiocrité qui constituait son lot au pays natal.

III.

Vers la crise ?

Les bulles financières : le prix des actions et des maisons

Entre 1997 et 2002, le revenu des ménages américains a augmenté de 13 %. Le prix moyen des maisons d'habitation a, lui, crû de 28 % au cours de ces mêmes cinq années, ce qui correspond à une progression moyenne de 5,06 % par an¹. Le mouvement s'est ensuite encore accéléré puisque le prix moyen de l'immobilier résidentiel américain a augmenté de 7,5 % en 2003 et de 8,3 % en 2004. Conscients du décalage croissant entre la progression des revenus des ménages et le prix des logements, les commentateurs se sont interrogés sur l'existence ou non d'une bulle financière dans l'immobilier résidentiel américain, sans parvenir à une position unanime.

Par « bulle financière », on entend une envolée des prix sans justification apparente autre que l'engouement des acheteurs. Dans cette expression, le mot « bulle » suggère un objet matériel, léger mais fragile, susceptible de gonfler et de voler là où le vent l'emporte, mais aussi, à l'occasion, d'éclater sans crier gare. Les économistes ne s'accordent pas sur l'existence des bulles financières, mais ceux qui y croient conviennent que leur éclatement s'accompagne de conséquences économiques dramatiques. Certains pensent, comme on le verra, que l'existence d'une bulle ne peut être déterminée qu'*a posteriori*. Il faut encore ajouter, pour être complet, que certains des commentateurs qui se prononcent catégoriquement contre l'existence d'une bulle financière dans le domaine de l'immobilier résidentiel américain appartiennent aussi au camp de ceux qui nient que celles-ci puissent même exister.

1. Joshua Gallin, *The Long-Run Relationship between House Prices and Income : Evidence from Local Housing Markets*, Federal Reserve Board, avril 2003.

LA RÉTROACTION

La rétroaction (*feedback*) est un processus où l'information relative à son état présent fait partie des variables qui détermineront son état suivant. Tout animal a recours de manière constante à la rétroaction pour assurer sa survie. Sans entrer dans les détails, on dira, à l'intention de ceux qui se souviennent du langage de l'algèbre, que l'état au temps $t + 1$ du système est une fonction de son état au temps t , l'intervalle entre t et $t + 1$ étant choisi en fonction de considérations pratiques – il est par exemple d'une seconde. Et pour ceux qui conservent aussi le souvenir de la notation algébrique, on écrira $A_{t+1} = f(A_t)$. Il s'agit là de ce qu'on appelle un *système dynamique discret*, dynamique parce qu'il s'agit d'un processus qui se déroule dans le temps et « discret » – entendu comme opposé à « continu » – parce qu'il y a discontinuité : on s'arrête à chaque pas pour mesurer la situation présente et, à partir de là, on extrapole la situation au moment suivant. Le *pas* de la discontinuité est l'unité de l'échelle par rapport à laquelle on mesure t , et étant, par exemple, comme je viens de le dire, d'une seconde. Dans des cas plus complexes de *système dynamique discret*, l'état du système pourra dépendre d'un nombre d'états passés supérieur à un ; il dépendra, par exemple, des trois états précédents. On écrira alors : $A_{t+1} = f(A_t, A_{t-1}, A_{t-2})$.

Dans la rétroaction « négative », le système a tendance à rester centré sur son objectif : l'information nouvelle l'aide à effacer ses erreurs, lui permettant de corriger une déviation qu'il subit. Sous leur forme la plus simple, les systèmes dynamiques discrets sont homéostatiques : ils tendent à revenir vers leur état initial. Un servomécanisme, comme il en existe dans une roquette à tête chercheuse, fait appel à la rétroaction négative : la fusée fait un repérage sur sa proie à intervalles réguliers et réajuste sa trajectoire en conséquence. Si j'appelle O l'objectif de la fusée, son état, ici sa position, au temps $t + 1$ sera défini comme une fonction de sa propre position au moment précédent t et de celle de son objectif en mouvement : $A_{t+1} = f(A_t, O_t)$.

Dans la rétroaction « positive », le processus se poursuivra au contraire dans sa direction initiale, avec une détermination accrue : il aura alors tendance à dévier de plus en plus. L'information

contribue ici à amplifier le processus. La rumination mentale en offre un bon exemple : le traitement de la même information confirme la même conclusion, mais sous une forme toujours amplifiée.

Les événements catastrophiques sont souvent l'aboutissement d'une rétroaction *positive*. La descente vers la mort d'un organisme biologique implique également toujours une rétroaction positive : le métabolisme cesse d'être centré sur le retour « homéostatique » à la normale et se dirige inexorablement cette fois vers son anéantissement.

Il est clair que les adjectifs « positif » et « négatif » constituent ici une source possible de confusion : ils ne doivent pas être compris comme signifiant respectivement « souhaitable » et « regrettable », bien au contraire : la rétroaction positive conduit le plus souvent le système à l'emballement et à sa destruction à terme ; de ce point de vue, la rétroaction positive a en général des conséquences *négatives* au sens de « malencontreuses ». Cela dit, une rétroaction positive peut atteindre les limites de son amplification et s'amortir – par exemple, par épuisement de sa source d'énergie.

LE KRACH BOURSIER

Un exemple de rétroaction positive est au cœur de ce dont je parle ici : c'est celle qu'on observe dans le krach boursier. Comme je l'ai montré ailleurs², les marchés boursiers dépendent de manière critique pour leur survie de l'incertitude des participants quant au cours futur du titre. La théorie du « marché efficace » veut, comme on l'a vu précédemment, que l'ensemble des intervenants disposent de la même information relative à la société dont les actions se négocient en Bourse. Le prix refléterait très exactement la valeur telle qu'elle peut être déterminée par l'information accessible à tous. L'ensemble des intervenants conviendraient de ce juste prix, et la seule différence à ce point de vue entre acheteurs et vendeurs serait que leur convenance personnelle du moment veut pour les premiers qu'ils possèdent ces actions dans leur portefeuille et pour les seconds qu'ils s'en défassent.

2. Paul Jorion, « La queue qui remue le chien. Métamorphose de la finance due à son informatisation », *Techniques et culture*, n° 23-24, 1994, p. 307-349.

Cela dit, et dans un contexte où les intervenants s'intéressent prioritairement à l'appréciation du titre, l'accord sur le juste prix ne vaut manifestement que pour le seul moment présent. En effet, pour ce qui touche à l'avenir, la survie du marché dépend cruciallement du fait que les opinions des uns et des autres diffèrent et qu'un nombre sensiblement égal d'intervenants considèrent les uns que le marché est à la hausse et les autres qu'il est orienté à la baisse³.

Lorsque les acheteurs sont en plus grand nombre que les vendeurs, le prix monte, et l'inverse s'observe lorsque ce sont les vendeurs qui sont les plus nombreux : les prix baissent. En temps ordinaire, on assiste à des oscillations de faible amplitude : le cours baisse parce que les vendeurs sont plus nombreux que les acheteurs, jusqu'à ce qu'il atteigne dans sa décote un cours suffisamment bas pour que, cette fois, les intervenants convaincus qu'il doit désormais remonter soient devenus plus nombreux que ceux qui persistent à croire qu'il doit encore baisser, et le prix repart à la hausse. Le marché dépend durant cette évolution normale de son fonctionnement d'une dynamique centrée sur la rétroaction négative qui amortit l'amplitude des variations autour d'une évaluation relativement stable du « juste prix ». (Celui-ci n'est cependant pas fixe : toutes les analyses ont confirmé que les cours n'oscillent pas autour d'une valeur moyenne du titre et qui agirait sur lui comme son « centre de gravité » ; le mécanisme à l'œuvre serait dans ce cas celui d'une *mean reversion*, d'une tendance de « retour à la moyenne » qui n'a pas non plus été observée.)

Dans le krach boursier, la relative incertitude des intervenants quant à la hausse ou à la baisse du titre dans l'immédiat fait place à une certitude d'un autre ordre : l'unanimité des intervenants quant à la nécessité de vendre, dont le revers est l'extinction des acheteurs. Le mouvement s'amorce par une présence raréfiée d'acheteurs qui ne se manifestent plus qu'à des niveaux de prix de plus en plus bas, jusqu'à ce que se constate finalement une totale *absence de prix* qui coïncide avec la disparition complète des acheteurs.

Les marchés boursiers ont mis en place des coupe-feux : l'interruption des transactions lorsque la baisse atteint soit un pourcentage déterminé à l'avance des prix moyens à l'ouverture, soit lorsqu'un

3. Paul Jorion, *Adam Smith's Invisible Hand Revisited. A Simulation of the New York Stock Exchange*, actes du 1^{er} Congrès mondial de simulation des systèmes sociaux, Kyoto, août 2006.

certain indice boursier a perdu un nombre maximal de points. Le marché est rouvert après un certain laps de temps, la suspension étant destinée à permettre à chacun de retrouver ses esprits et aux acheteurs de réapparaître sur le marché. La durée de l'interruption est elle aussi conventionnelle : de quelques heures à la remise au lendemain en cas de baisse véritablement dramatique. Dans cette phase d'unanimité des intervenants en faveur de la vente qui caractérise les krachs, le marché est sous l'emprise d'une dynamique de rétroaction positive.

L'unanimité peut aussi s'observer sur les marchés dans la direction opposée, c'est-à-dire en faveur de l'achat, lorsque c'est au contraire le parti des vendeurs qui se raréfie. Le phénomène a été observé aux derniers temps de la bulle boursière qui a éclaté aux États-Unis en 2001. On a vu alors les prix des actions amorcer un mouvement qui se rapprochait de jour en jour davantage de la verticale, évolution qui devait bien entendu se révéler éphémère. Dans des cas de ce type, le système boursier entre dans un état instable où un point critique de déclenchement de la catastrophe peut se déclarer à n'importe quel moment. Les enfants sont familiers d'une telle « criticalité » lorsqu'ils bâtissent des châteaux sur la plage : chaque nouvelle pelletée de sable soit augmentera la taille du tas, soit provoquera de manière imprévisible un effondrement de l'un de ses pans.

LA « CAVALERIE »

Les embrouilles dites « de cavalerie » constituent des processus de rétroaction positive où ce sont les apports en numéraire des nouvelles recrues qui autorisent les paiements substantiels consentis aux participants plus anciens. Quand la source des nouveaux entrants se tarit, le processus s'interrompt. Pour maintenir une cavalerie, il faut donc pouvoir assurer un recrutement constant et, pour remplir cette condition, il faut pouvoir présenter aux nouveaux candidats deux choses : d'une part, des exemples de participants qui ont fait fortune ; d'autre part, une théorie qui rende compte des plus-values observées en termes d'un processus « solide » de création de valeur plutôt que l'explication de son mécanisme réel, à savoir le transfert des quotes-parts des nouvelles recrues aux participants plus anciens.

Les Américains appellent les processus de cavalerie *Ponzi scheme*, du nom d'un certain Carlo Ponzi qui fut à l'origine de la cavalerie la plus spectaculaire de l'histoire américaine. En huit mois, de 1919 à 1920, Ponzi recruta à Boston plus de 10 000 participants dans sa combine ; il récolta près de 10 millions de dollars de l'époque dont 7,8 millions furent redistribués entre les participants. Il explique sa stratégie dans une lettre au *New York Times* datée du 30 juillet 1920 : « J'ai écrit à un correspondant en Espagne à propos du magazine en question et j'ai reçu en réponse un coupon postal international qu'il me fallait échanger contre des timbres américains qui me permettraient de lui faire parvenir un exemplaire de la publication. Acheté en Espagne, le coupon valait à peu près l'équivalent d'un *cent* en monnaie américaine, mais, ici, j'ai reçu, en échange du coupon, des timbres pour un montant de six *cents*. Je me suis alors enquis du taux de change dans d'autres pays. J'ai commencé par en échanger de faibles quantités. La formule fonctionnait sans problème. Le premier mois, 1 000 dollars se sont ainsi transformés en 15 000. J'ai invité des amis à se joindre aux opérations. Pour commencer, j'ai accepté des dépôts sur mon titre payables à quatre-vingt-dix jours, avec versement de 150 dollars par 100 dollars déposés. Bien que promis à quatre-vingt-dix jours, j'effectuais les paiements à quarante-cinq jours. »

Le principe de l'opération grâce à laquelle Ponzi réalisait son profit porte en finance le nom technique d'« arbitrage ». Un arbitrage consiste à découvrir deux marchés où le même produit se traite à des prix différents, à l'acheter là où il est le meilleur marché et à le revendre là où il est le plus cher, la différence des deux prix constituant le bénéfice de la transaction. On reconnaît là évidemment le principe général de l'import-export. Dans un marché globalisé, mondialisé, les opportunités d'arbitrage sont de plus en plus rares. Elles existent cependant : un cas historique célèbre fut celui du *trader* Nick Leeson qui fut à l'origine de la chute de la vénérable banque d'affaires londonienne Barings pour ne pas avoir couvert ses positions en cas de catastrophe (il fut trahi par le tremblement de terre qui secoua Kobe au Japon en 1995). Leeson tirait parti de l'obligation faite aux intervenants sur le marché financier de Singapour de traiter localement leurs opérations sur le *future* de l'indice du marché boursier japonais, le Nikkei ;

cette contrainte nationaliste rendait ses instruments moins liquides qu'ils ne l'étaient sur le marché d'Osaka au Japon, créant ainsi une occasion d'arbitrage dont il tirait profit⁴.

LA BULLE FINANCIÈRE COMME PROCESSUS SPONTANÉ DE CAVALERIE

Les bulles financières appartiennent à la même famille de processus de rétroaction positive que les embrouilles dites « de cavalerie ». Elles résultent en effet d'une dynamique de rétroaction positive, où l'information relative à l'état présent est interprétée et intégrée dans la décision relative à ce que sera l'état suivant, et débouchent sur une amplification du mouvement amorcé. Ainsi, je constate que le prix de l'immobilier est constamment à la hausse et que ceux qui achètent une maison arrivent toujours à la revendre plus cher qu'ils ne l'ont acquise ; j'achète donc une maison et mon geste contribue lui aussi à faire grimper les prix. Comme n'importe quel exemple de rétroaction positive, les bulles peuvent éclater en krach, mais parfois aussi se dégonfler progressivement et se résoudre par un atterrissage en douceur. Robert J. Shiller, le professeur d'économie à Yale dont j'ai déjà parlé, a souligné la parenté entre bulle et cavalerie quand il a qualifié la première de *naturally occurring Ponzi process* c'est-à-dire de « processus spontané de cavalerie⁵ ».

Il n'a jamais été établi avec certitude si une part de l'argent récolté par Ponzi résultait réellement du commerce des coupons postaux internationaux, son affaire ayant pu reposer entièrement sur un processus de cavalerie sans autre injection financière. Mark Fleming, un avocat américain spécialisé dans la protection du consommateur, écrit sur son site Internet à propos de la cavalerie qu'elle « finit par s'écrouler parce que les actifs sous-jacents sur lesquels les investissements étaient fondés, soit n'ont jamais existé, soit ont été massivement surévalués⁶ ». C'est à cette deuxième

4. John Gapper et Nicholas Denton, 1996, *All That Glitters : The Fall of Barings*, Hamish Hamilton, Londres, p. 13.

5. Robert J. Shiller, [2001] 2000, *Irrational Exuberance*, Broadway Books, New York, p. 44-68.

6. Mark Fleming, *Bubble and Ponzi Schemes used in Investment Fraud Scams*, Seattle 2005, <http://www.crimes-of-persuasion.com/Crimes/InPerson/MajorPerson/ponzi.htm>.

catégorie qu'appartiennent les bulles, et c'est là que réside toute l'ambiguïté : dans la définition d'une « surévaluation » et dans le fait qu'une surévaluation qui se perpétue finit par cesser d'en être une, puisque le cours qui décolle de la valeur intrinsèque finit par redéfinir celle-ci au lieu même où il se situe. Qu'importe le prix des maisons il y a cinq ans : c'est le prix qu'elles ont aujourd'hui qui détermine celui qu'elles auront demain.

Bien que la rétroaction positive, dans sa variété *bulle*, soit patente dans certains cas, les experts avancent qu'il est impossible d'établir sa réalité ou non par la simple analyse économétrique des données. Ainsi Refet Gurkaynak, un chercheur de la Réserve fédérale américaine, soutient qu'il est impossible de construire un test qui permettrait de déterminer avec certitude si, dans une série historique de prix, on a affaire à une bulle ou à un changement dans les « fondamentaux », c'est-à-dire l'ensemble des facteurs sous-jacents dont la valeur entre dans un calcul *objectif* du prix (tels les dividendes qui déterminent le cours *objectif* de l'action), ou encore à des variations dans le taux d'escompte qu'il faut faire intervenir dans le calcul de la *valeur actuelle* des composantes. Mais quand Gurkaynak écrit que « la notion de bulle est un fourre-tout pour les fluctuations de prix dont le modèle n'arrive pas à rendre compte⁷ », il devient clair qu'il doute en réalité de l'existence même des bulles. Une conclusion défaitiste de ce genre trahit parfois simplement la mauvaise humeur de son auteur ; elle n'en souligne pas moins que la rétroaction positive, surtout lorsqu'elle intervient dans des mécanismes économiques complexes, est un phénomène dont l'existence est essentiellement établie *a posteriori* : une fois que la bulle a éclaté, le processus d'amplification visible auparavant a pu être attribué de bonne foi à des fluctuations dans la valeur intrinsèque des éléments intervenant dans la composition du prix. On verra plus loin que c'est précisément ce qu'Alan Greenspan, l'ex-gouverneur de la Réserve fédérale américaine, s'efforce de faire : prouver que l'apparence de bulle de l'immobilier résidentiel résulte en réalité du renchérissement de la construction neuve.

7. Refet S. Gurkaynak, *Econometric Tests of Asset Price Bubbles : Taking Stock*, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D. C., 2005-04, p. 28.

VIE ET MORT DES BULLES FINANCIÈRES

Une conséquence inverse de l'interprétation toujours possible d'une bulle financière en termes de variations dans la valeur des éléments qui la sous-tendent est que son existence n'est sans doute pas suspectée dans bien des cas qui manifestent cependant une *rétroaction positive* de ce type : en effet, aussi longtemps que le processus est alimenté, sa survie demeure assurée ; il subsiste tant qu'il assure son propre recrutement, et seul son effondrement ultime révèle *a posteriori* sa vulnérabilité passée.

Vue sous cet angle-là, la distinction entre bulle et cavalerie n'a plus de réelle justification : la cavalerie n'est alors rien d'autre qu'une « bulle à évolution rapide » et dont l'une des propriétés accidentelles est de se terminer généralement en catastrophe parce que son recrutement s'interrompt brutalement, soit en raison d'une prise de conscience des candidats éventuels, soit parce que le fonds des candidats potentiels a été épuisé (j'en donnerai un exemple plus bas). La bulle *ordinaire*, c'est-à-dire « à évolution lente », se dégonfle le plus souvent, la difficulté à maintenir le fonds de participants à son niveau le plus élevé conduisant ici à un essoufflement progressif plutôt qu'à un épuisement pur et simple des candidats possibles.

Mais la cavalerie se termine en krach. La raison ne réside pas tellement, à mon sens, dans le fait que l'entreprise constitue une escroquerie patente où l'on paie Pierre avec l'argent volé à Paul, mais plutôt dans le fait que son mécanisme est plus élémentaire que dans le cas d'une bulle et donc plus facile à démasquer. Par ailleurs, l'individu ou la compagnie à l'origine de la cavalerie n'a souvent que celle-ci comme activité. On pourrait imaginer une entreprise plus complexe où l'essoufflement d'une combine demeurerait invisible du fait de la rentabilité d'une ou de plusieurs autres opérant en parallèle. On verra plus loin à propos des caisses d'épargne américaines, les *savings & loans*, que la diversification des activités d'une entreprise à l'origine de la cavalerie peut retarder son effondrement prévisible, et cela quelquefois indéfiniment.

Le contexte économique ou financier de la cavalerie est donc généralement plus simple et par conséquent plus aisément déchiffrable par ses participants, qui peuvent fort bien se réveiller un jour

en ayant pris conscience du mécanisme sous-jacent de l'embrouille, ou se convaincre de sa nature en en ayant entendu une explication à la télévision ou l'ayant lue dans la presse. Sera plus particulièrement sensible à une telle démystification une nouvelle recrue hésitante et qui décidera dans le doute de s'abstenir de participer. Les Américains appellent une telle prise de conscience l'« effet *USA Today* », du nom d'un de leurs rares quotidiens à diffusion nationale. La prise de conscience peut être quasi instantanée et déboucher soit sur un retrait en masse des participants, soit sur un tarissement immédiat du flux de nouvelles recrues, soit, et le plus souvent, sur les deux conjointement.

Dans le cas de la plupart des bulles, le mécanisme économique et financier plus complexe sur lequel elles reposent interdit que les écailles ne tombent soudain des yeux des participants comme dans le cas d'un processus de cavalerie plus primitif. On assistera alors à un ralentissement progressif du recrutement plutôt qu'à son interruption brutale, et il sera plus facile aux participants de se convaincre qu'ils ont simplement commis une erreur de jugement dans un choix d'investissement qui s'avère malencontreux plutôt que d'avoir été la victime naïve d'une escroquerie pure et simple.

« CAUSES » PHYSIQUES ET « RAISONS » HUMAINES

La « prise de conscience » comme réponse de l'homme à la catastrophe

Les physiciens considèrent comme non déterminable *a priori* le fait qu'une rétroaction positive trouvera son aboutissement dans un krach ou au contraire se résorbera peu à peu. Cette indétermination résulte à mon sens du fait que les physiciens n'envisagent alors comme seul point de vue possible celui précisément de la loi physique, dont on peut dire qu'il est « en extériorité » du phénomène, pour emprunter l'expression à Hegel qui, au début du XIX^e siècle, reprochait déjà aux physiciens cette insuffisance dans leur manière d'aborder le monde naturel. L'approche sociologique, voire psychologique, qui est celle que j'adopte en général ici, suggère que l'on pourra découvrir un facteur d'explication supplémentaire dans la représentation que se font les acteurs humains de ce qui a lieu et

dans les actes pratiques qu'ils posent en conséquence, c'est-à-dire dans ce qu'on appelle leur praxéologie.

Du point de vue de l'acteur humain, que l'on pourrait appeler le « point de vue de la particule », la catastrophe le plonge dans la douleur, et, comme l'a bien noté Nietzsche, la douleur crée la mémoire de ce qui fut sa cause : « "On grave quelque chose au fer rouge pour le fixer dans la mémoire : seul ce qui ne cesse de faire mal est conservé par la mémoire" – Voilà une loi fondamentale de la plus ancienne psychologie sur terre⁸. »

Ce que la catastrophe engendre dans l'esprit de l'homme qui en est la victime ou le témoin, c'est le désir d'éviter, si faire se peut, qu'elle ne se reproduise. L'homme essaie de la comprendre, c'est-à-dire de la maîtriser sur le plan conceptuel, et de mettre au point une pratique qui interdise son retour. La prise de conscience est la manière dont l'être humain répond aux processus critiques qui provoquent l'irruption de la dévastation dans sa vie. Dans des domaines différents, Marx et Freud avaient noté le rôle crucial joué par la prise de conscience dans l'évolution historique des sociétés ou des individus. Chez Marx, les travailleurs prennent conscience de leur exploitation : la confiscation du fruit de leur travail par les lois du capital, conséquence de la propriété privée des moyens de production ; ils s'unissent et, par la lutte, érigent une société sans classe : le monde est libéré. De même, le signifiant de sa détresse, le concept tabou qui noue sa névrose, est révélé au psychanalysant, soit parce qu'il se l'est entendu énoncer dans la cure, soit parce qu'il l'a entendu prononcer comme interprétation par le psychanalyste ; il y a abréaction, réorganisation de sa mémoire autour du signifiant jusque-là interdit, la névrose a disparu, le patient est libéré. Dans un contexte plus général, il s'agit chez Marx comme chez Freud de deux types de manifestation du même processus historique mis en avant par Hegel : de la matérialisation de la Raison (ou du Saint-Esprit) dans le monde. Premier temps, la thèse, l'aliénation du prolétariat dans l'exploitation de son travail ou l'aliénation du patient dans son symptôme névrotique. Deuxième temps, l'antithèse, la prise de conscience qui génère la rébellion ou la réorganisation psychique. Troisième temps, la synthèse : la société est désormais sans classe, le sujet est désormais normal.

8. Friedrich Nietzsche, [1887] 1991, *La Généalogie de la morale*, traduction de I. Hildenbrand et J. Gratié, Gallimard, Paris, p. 254.

La rétroaction, on l'a vu, fait appel à une information actuelle pour déterminer un comportement futur. La bulle et la cavalerie constituent des rétroactions positives accompagnées par une amplification du processus. Or, ce que la prise de conscience du mécanisme à l'œuvre autorise, c'est un renversement : l'information nouvelle conduit, dans la cavalerie, certains participants actuels à se retirer ou des candidats éventuels à s'abstenir de les rejoindre, ce qui produit cette fois un amortissement de la dynamique. Autrement dit, une rétroaction négative intervient qui ralentit ou interrompt la rétroaction positive en cours : la bulle éclate, la charge de cavalerie se termine en massacre.

Les processus « émergents »

Que signifient les tentatives de conciliation en une explication unique de celles produites, d'une part, par les physiciens, d'autre part, par les spécialistes des sciences humaines ? Les premiers mettent en scène l'affrontement de forces abstraites *physiques*, les seconds, d'acteurs prenant des décisions à la suite de délibérations complexes et exerçant ensuite leur volonté dans des actes de libre arbitre. Dans cette même veine, j'ai pu ainsi montrer autrefois comment la taille de la famille dans l'île de Houat, en Bretagne, s'avérait être celle qui minimisait l'effort de production économique du ménage⁹, ou encore comment le rapport de force entre acheteurs et vendeurs trouve sa traduction *physique en loi de l'offre et de la demande*¹⁰. Vieille question donc que celle-ci : comment réconcilier les explications en termes de *causes* qui s'appliquent à la nature et celles en termes de *raisons* qui valent uniquement pour l'homme ? La première solution, pour répondre à cette question, est celle que j'ai d'abord adoptée ici : ignorer la difficulté et passer l'obstacle sans s'attarder sur la manière dont il a été sauté. La seconde consiste à recourir aux concepts présents dans le titre d'un ouvrage de l'anthropologue social britannique Rodney Needham

9. Geneviève Delbos et Paul Jorion, 1984, *La Transmission des savoirs*, Éditions de la Maison des sciences de l'homme, Paris, p. 73-81.

10. Paul Jorion, « Déterminants sociaux de la formation des prix de marché. L'exemple de la pêche artisanale », *La Revue du MAUSS*, 1990, n° 9, p. 71-106, et n° 10, p. 49-64 ; Paul Jorion, « La queue qui remue le chien. Métamorphose de la finance due à son informatisation », *Techniques et culture*, article cité.

consacré aux systèmes de parenté, *Structure and Sentiment*¹¹, et à reconnaître dans la *structure* la forme que prennent, collectivement, les décisions prises par des ensembles d'individus comme aboutissement de leurs *sentiments* ; quant à ces derniers, ils ne seraient rien d'autre que la conscience que prend un sujet des contraintes qu'imposent à ses actes les *structures* de la société et de la culture auxquelles il appartient.

En fait, la réponse à cette question, je viens de l'offrir : les prolétaires s'unissent, les traces mnésiques se réorganisent du fait de l'accessibilité retrouvée de l'une d'entre elles. Autrement dit, la synthèse est un processus émergent parce que la thèse était au niveau du singulier, l'antithèse supposait, elle, l'intervention d'un collectif – « l'ensemble des prolétaires », « l'ensemble des traces mnésiques » – et la synthèse était réalisée au niveau de l'universel.

Le moment propice pour la prise de conscience est donc celui de ces transitions qui existent entre l'accumulation des tentatives individuelles infructueuses et celui où une solution collective stable émerge. L'explication de type physique sous la forme d'une loi vaut pour le moment de la solution, du produit achevé, et non pas pour les tentatives qui ont permis d'en arriver là, et qui sont toutes de type « critique », où la catastrophe finale est un moment nécessaire du processus. Qu'on pense à la toile d'araignée avant qu'elle ne soit devenue le piège formidable qui nous est familier : il a bien fallu, comme dans les entreprises humaines, que des myriades de tentatives préalables aboutissent à un échec. Qu'on pense, de la même manière, aux générations d'architectes humains qui ont construit, à l'un ou l'autre moment de leur vie, un bâtiment mal conçu qui s'est écroulé (chaque nouvelle audace connaît ses revers). La description physique des tentatives vouées à l'échec est sans intérêt : elles sont caractérisées par la rencontre d'un point critique signalant la catastrophe imminente.

On peut penser pour la solution collective stable à la notion de « cohérence » en physique, quand le laser est décrit comme un faisceau de lumière « cohérente », c'est-à-dire quand on est parvenu à faire marcher au pas un ensemble de photons, de manière synchrone. La prise de conscience porte sur la catastrophe et l'« incohérence » d'un ensemble de comportements singuliers et aboutit à terme par la

11. Rodney Needham, 1962, *Structure and Sentiment*, Tavistock, Londres.

réflexion sur une réponse collective synchrone. Celle-ci peut alors être résumée par le physicien sous la forme d'une loi susceptible d'être représentée par un modèle mathématique.

Si la prise de conscience est créatrice, c'est qu'elle naît au moment où le processus a atteint le stade de « semi-cohérence », où il est susceptible de passer du ratage à la régularité (on pense, pour une application particulière, à ce que Marx appelle la période « prérévolutionnaire »).

« *Suivre une règle* »

On peut alors aller plus loin : j'ai parlé de réflexion à propos de la prise de conscience et de praxéologie, de la pratique qui en est l'aboutissement. Cette pratique nouvelle s'assimile le plus souvent à l'application de nouvelles règles. À la suite de Wittgenstein, je m'étais interrogé dans un ouvrage antérieur¹² sur ce que signifie « suivre la règle ». J'avais alors rappelé l'exemple excellent proposé par le philosophe américain John Searle, comparant la manière dont il gare sa voiture en faisant un créneau et la manière dont ses enfants ont appris à l'auto-école à faire la même manœuvre. La règle que ceux-ci appliquent met en scène l'alignement des roues du véhicule avec celui des voitures déjà rangées le long du trottoir ; lui se contentait, comme il le dit, « de ne pas emboutir les automobiles qui sont devant et derrière ». Remarquant que, pour un observateur extérieur, le comportement de celui qui suit la règle (ses enfants) doit apparaître identique à celui qui opère intuitivement (lui-même), il concluait : « Les propriétés formelles du comportement ne suffisent pas à montrer qu'une règle a été suivie. Pour que la règle ait été suivie, la signification de la règle doit jouer un rôle causal dans le comportement¹³. » On comprend alors la différence qui existe entre suivre la règle et parvenir au même résultat par une pratique intuitive du type de celles dont on dit qu'elles sont devenues « une deuxième nature ». Énoncer la règle et la suivre est le moyen de rendre synchrones, « cohérents » sur le plan collectif, les comportements individuels. Et « suivre la règle » devient alors le moyen de les faire *coller* à la régularité du

12. Paul Jorion, 1990, *Principes des systèmes intelligents*, Masson, Paris.

13. John Searle, 1984, *Minds, Brains and Science. The 1984 Reith Lectures*, BBC, p. 47.

processus collectif nouvellement découvert et dont la loi physique pourra rendre compte. Ce qui ne veut pas dire, bien entendu, rendre les comportements identiques, mais les intégrer dans le contexte de leur cohérence ; et celle-ci ne signifie rien de plus que leur coordination. Les comportements identiques en masse, on l'a vu, génèrent le plus souvent des dynamiques sous l'emprise de la rétroaction positive, prédisposée à la catastrophe : on a vu plus haut que le marché boursier s'effondre lorsque le comportement de tous les intervenants devient précisément le même, la « cohérence » idéale s'obtenant ici au contraire lorsque la moitié des participants considèrent que le prix est à la hausse tandis que l'autre moitié pense qu'il est à la baisse.

Mais comme Searle en fait la preuve en parvenant à garer sa voiture sans occasionner de dégâts aux véhicules déjà rangés, suivre la règle constitue seulement un moment historique susceptible d'être dépassé. La règle pallie l'intuitif quand celui-ci fait encore défaut. Or ce que l'histoire met en évidence, c'est le processus d'intériorisation de la règle qui devient alors l'intuitif. Le sociologue Émile Durkheim appelait la règle disparue parce que tout un chacun l'observe désormais sans même y faire attention le « social intériorisé ». Le collectif coordonné qui est susceptible d'être décrit par la loi physique devient l'habitude, et la nécessité ne se fait plus sentir de devoir l'énoncer.

Mais tout comportement intuitif ne résulte sans doute pas de l'intériorisation d'une règle. On peut supposer que les processus qui accèdent à une réalité susceptible d'être décrite par la loi physique d'une dynamique non critique ont pu se passer de ce passage par une règle énoncée dictant les comportements et ont été immédiatement intégrés à notre intuitif en faisant l'économie de cette étape. Autre possibilité, valant sans doute dans certains cas : que la règle ait existé mais n'ait pas été enregistrée ; elle aurait donc aisément prévalu et seul son souvenir aurait été perdu.

L'État contre la « main invisible »

Cette réflexion sur les processus collectifs et le rôle que les individus ont à y jouer permet de répondre à la question suivante : peut-on localiser avec certitude l'endroit où il convient de placer des garde-fous qui préviennent les crises graves qui dévastent les

sociétés humaines ? Les Européens ont tendance ici à jouer la prudence, à créer, en cas de doute, un garde-fou plutôt que de courir un risque éventuel. Les Américains se situent au pôle opposé : ils ont tendance à ne pas créer la barrière qui pourrait jouer un rôle de frein, à moins que son caractère indispensable n'ait été amplement prouvé. En arrière-plan de l'approche américaine se trouve la confiance en l'existence de mécanismes *autorégulateurs*, dans l'idée qu'une rétroaction *négative* viendra à point nommé neutraliser toute rétroaction *positive* qui pourrait se mettre en place, avant de s'emballer. Greenspan déclarait en octobre 2005 qu'« il semble que nous en revenons à l'idée d'Adam Smith que plus une économie est flexible, plus grande est sa capacité à s'autocorriger à la suite de difficultés généralement imprévues. Cette tendance plus grande à l'autocorrection a rendu la stabilité cyclique de l'économie moins dépendante de l'action des décideurs macroéconomiques, dont les réponses ont été bien souvent trop tardives ou maladroites. Il est important de se souvenir que, la plupart du temps, le réajustement à un déséquilibre du marché est déjà bien engagé lorsque ce déséquilibre est finalement perçu comme un problème. Les prix individuels, les taux de change, les taux d'intérêt s'ajustent progressivement en temps réel pour rétablir un équilibre. Au contraire, les actions administratives ou gouvernementales, qui n'interviennent que lorsqu'un déséquilibre est devenu patent, sont nécessairement tardives¹⁴ ».

Comme on l'a vu à propos de l'État-providence, la conception américaine suppose l'existence d'une « main invisible » dans les affaires humaines qui permet de faire l'économie de toute concertation entre les participants, dont il suffit qu'ils soient guidés par leur propre intérêt. Hobbes, puis Rousseau appellent « contrat social » le pacte originaire qui ouvre l'ère de la concertation. Le pas posé par le *contrat social* est celui de l'homme quand il prend conscience du pouvoir dont il dispose de prévenir les catastrophes inscrites dans les processus *critiques* où il est pris quelquefois en énonçant des *règles* et en les suivant, et ce faisant, en introduisant une harmonie, une « cohérence » dans les comportements qui faisait défaut jusque-là. Les mécanismes *autorégulateurs* sont sans doute offerts à la race humaine en cadeau ; les *règles* constituent

14. Alan Greenspan, remarques faites devant la National Italian American Foundation à Washington, le 12 octobre 2005.

au contraire un cadeau qu'elle se fait à elle-même par l'exercice de la raison, dans le cadre d'un *contrat social*, c'est-à-dire en sacrifiant une part de sa liberté mais en éliminant en échange une part de sa souffrance.

Je propose ainsi une réponse positive à une question centrale pour la compréhension du fonctionnement des sociétés humaines. Cette question, on peut la formuler de la manière suivante : lorsqu'une loi physique (la chose est de plus en plus commune en science économique et en finance) rend compte du comportement humain, reste-t-il un rôle à jouer pour le libre arbitre des individus dont le comportement est expliqué par cette loi ? La réponse est oui, puisqu'on voit la prise de conscience jouer un rôle déterminant aux époques où un processus collectif hésite entre les ratages dus au manque de « cohérence » ou de coordination des comportements individuels et le « lissage », l'élimination des issues catastrophiques qui résulte de leur synchronisation, de l'introduction de la « cohérence ». La bulle financière qui éclate appartiendrait à la première période, celle qui se dégonfle dans un atterrissage en douceur à la seconde.

Une autre manière de formuler la même question consiste à la poser en termes du rôle que doit jouer l'État : est-il possible de définir un critère précis qui permette de déterminer quand l'État doit intervenir pour protéger les citoyens contre eux-mêmes et quand il vaut mieux au contraire qu'il laisse libre cours à leurs initiatives ? La réponse est là encore oui. Dans le doute, l'Europe demande à l'État de protéger à tout hasard les individus, les risques encourus paraissant trop graves. Les États-Unis ont choisi la voie inverse : l'individu est responsable et c'est à lui seul, sans protection, de payer les conséquences de ses choix malheureux. En raison toutefois de la distribution extrêmement inégale de la richesse entre les différents groupes ethniques qui constituent les États-Unis, essentiellement les colons d'un côté et l'ensemble des autres de l'autre, le prix à payer par les différentes composantes de la nation lors des catastrophes qui affligent périodiquement le corps social peut être d'un ordre de grandeur très différent.

Comment définir alors le critère qui permette de décider quand l'État doit intervenir et quand il vaut mieux au contraire qu'il s'abstienne de réglementer ? À la lumière de ce que l'on a vu plus haut, la réponse est étonnamment simple : la protection de l'individu contre les conséquences de ses propres décisions doit

être assurée par l'État quand les dynamiques historiques dont ils sont les *particules* connaissent des points « critiques » et sont donc susceptibles de se terminer en catastrophes. Encourager, comme le voulait une initiative de Georges W. Bush au printemps 2005, les individus à placer leur argent en Bourse en présentant cette opération comme un placement sûr en vue de leur retraite constitue donc l'exemple type d'une incitation déplorable tant que les marchés boursiers n'ont pas été immunisés par la réglementation contre le krach.

Compter sur le fait que Dieu y reconnaîtra les siens et épargnera les élus pour concentrer le malheur sur ceux qui ne le sont pas équivaut pour une nation à appliquer le principe du « Malheur aux vaincus ! » à ses propres citoyens. Celle qui se contenterait du *In God we trust*, sans le compléter d'un « Aide-toi et le Ciel t'aidera », ne serait pas moderne : elle ignorerait la puissance propre à l'homme de prendre conscience des malheurs qui peuvent l'affliger et d'y remédier par des règles prises d'un commun accord (que cela soit par l'exercice de la raison ou sous l'influence du Saint-Esprit importe alors finalement peu : à l'instar de la raison, ce dernier opère selon le concept de la *règle* et non de l'*autorégulation*).

LES BULLES « CHRONIQUES »

Les exemples de cavalerie furent nombreux dans les pays européens de l'ancienne sphère du communisme dans les années qui suivirent immédiatement son effondrement. Les citoyens des pays au capitalisme établi de plus longue date eurent alors l'occasion de se gausser de la naïveté des nouveaux convertis. On se souviendra peut-être que l'Albanie fut secouée en 1996 par plusieurs combines qui se développèrent en parallèle : la majorité des ménages participèrent à la folie collective dont le montant s'éleva à un total de 3 milliards d'euros, soit 30 % du produit national brut du pays. Sa croissance économique cette année-là (8,4 %) était pour l'essentiel due à la cavalerie.

S'il devait se produire un effondrement du secteur immobilier résidentiel aux États-Unis, le fait viendrait confirmer que la nature de bulle ou de « processus de Ponzi spontané » de certaines évolutions économiques dépend simplement de la durée sur laquelle le

recrutement de nouveaux candidats peut être assurée. Si la réserve peut être constamment réapprovisionnée, la naïveté n'est plus alors le fait de ceux qui ont la folie de participer, mais bien le fait de ceux qui ont eu la sagesse de s'abstenir.

Didier Sornette, un géophysicien qui s'intéresse aux événements *critiques* dans les systèmes financiers, tels les krachs, a dressé un parallèle entre l'envolée des prix sur les marchés financiers et un processus physique, le « mode de Goldstone ». Il a montré en particulier que le prix d'une action se détache de la valeur actuelle (« escomptée ») des futurs dividendes lorsque le taux d'escompte (r) est inférieur au taux de croissance des dividendes corrigé par un facteur mesurant le risque encouru par l'actionnaire que les dividendes futurs ne soient pas versés (r'_d) : « Nous avançons que pour $r - r'_d < 0$, le prix devient spontanément positif (ou éventuellement négatif, en fonction des conditions initiales ou des contraintes externes), et cette évaluation spontanée n'est rien d'autre que l'apparition d'un régime *spéculatif* ou bulle : les investisseurs ne recherchent pas ou tout simplement ignorent les dividendes, l'accroissement du prix se réalise de lui-même. Selon cette théorie, le régime $r < r'_d$ [équivalent à $r - r'_d < 0$] est un régime de croissance capable de s'entretenir lui-même où les prix cessent d'être liés aux recettes et aux dividendes : les cours peuvent grimper indépendamment des dividendes en raison d'une « brisure spontanée de symétrie », quand les actions d'une société acquièrent spontanément une valeur sans même que celle-ci ait des recettes¹⁵. » Dans ces circonstances, du point de vue *psychologique* du boursicoteur, le dernier prix (quel que soit le processus spéculatif qui y a conduit) est un meilleur indicateur de la valeur que le *fondamental* basé sur les dividendes futurs ou sur les recettes actuelles de la compagnie. Dans le cas d'actions de sociétés qui ne versent pas de dividendes, le cours le plus récent (interprété dans le contexte plus global du rapport entre la capitalisation totale de la compagnie et ses recettes actuelles) est, comme on l'a vu, le seul prix qui compte du point de vue de l'actionnaire¹⁶.

15. Didier Sornette, 2003, *Why Stock Markets Crash. Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton University Press, Princeton, 2003, p. 147.

16. *Ibid.*

LA NATURE FIDUCIAIRE DES PRIX

La prise de conscience de ce décollage du prix par rapport aux composantes de sa *valeur*, de cet effet de « tapis volant », peut bien entendu être très déroutante pour l'intervenant lambda sur les marchés boursiers, qui aimerait qu'il existe un fondement *solide* à ses investissements. À la place de ce roc, ce qui apparaît, c'est à quel point la « foi des croyants » soutient l'existence du système tout entier et assure sa survie. Pour ce qui touche aux marchés boursiers, le système de croyance qui les soutient est la combinaison déjà mentionnée de l'hypothèse dite du « marché efficace » et de celle d'un rapport qui existerait entre les chiffres trimestriels des recettes (*earnings*) et la valeur objective de l'action. Dans le cas de l'immobilier, la croissance de la plus-value est expliquée par un mécanisme à la fois plus simple et plus mystérieux : comme la conséquence d'une loi naturelle de croissance qui implique que le prix de l'immobilier soit en hausse constante.

Autrement dit, qu'il s'agisse de la Bourse ou de l'immobilier, les systèmes de croyance relatifs à la création de richesse sur lesquels reposent « les deux piliers du capitalisme américain », selon les termes mêmes de certains commentateurs, sont *fiduciaires*, au sens de « fondés sur la foi ». De tels systèmes peuvent se révéler fragiles lorsque la foi vacille : la banqueroute de John Law autrefois, lors de la première introduction à large échelle du papier-monnaie en France, rappelle que tout système fiduciaire nécessite un nombre suffisant de croyants convaincus de son fondement tangible pour assurer de cette manière sa réalité.

Cette nature fiduciaire ne signifie pas pour autant qu'aucune valeur n'est véritablement créée. Sornette, comme on vient de le voir, compare le processus de la bulle financière à celui, familier aux physiciens, de la « brisure de symétrie » : un système qui ne possédait jusqu'ici qu'une seule solution *symétrique*, un zéro par exemple, voit celle-ci se scinder en deux solutions qui recréent conjointement l'ancienne solution unique (p et $-p$, par exemple, qui, additionnés, font zéro), tandis que le monde réel *adopte* la trajectoire de l'une seulement de ces deux solutions. Le système (tel que l'objet mathématique le modélise) reste équilibré, ce qui permet

à la bulle de se développer sans apport d'énergie¹⁷. Autrement dit et pour ce qui nous concerne : la foi, bien que purement symbolique, constituée seulement de représentations, engendre authentiquement de la valeur.

La nature profonde du phénomène est révélée par une histoire drôle que j'ai entendue dans mon enfance. Les noms des personnages correspondaient à leur profession de diamantaires, et la blague émanait du milieu ethnique ainsi évoqué, il n'y a là donc rien dans la plaisanterie dont il faudrait se formaliser ; elle a le mérite supplémentaire d'illustrer comment la croyance se transforme en valeur. Donc Moïse reçoit un coup de fil d'un Isaac passablement excité qui lui dit : « Moïse, Moïse, un diamant, tu ne me croiras pas ! Six carats, une eau ! Une eau, je ne te dis que ça ! Je te le laisse pour quinze mille ! » Moïse, qui est en ce moment très distrait parce qu'il pense au mariage de sa fille et à combien cela va lui coûter, lui répond : « Oui, très bien, parfait : on règle ça comme les fois précédentes », et il raccroche. Isaac, qui a l'habitude que les négociations s'éternisent quand il est en affaire avec Moïse, est un peu perplexe. Il se dit : « Tiens, ça n'est pas du tout son genre, c'est bizarre. J'avais parlé de cette pierre à Sarah. Est-ce qu'elle a joué au bridge avec sa femme ? Elle a dû lui dire que j'allais l'appeler et il a dû se renseigner... On a dû lui expliquer que cette pierre était une affaire en or ! En fait il devait s'attendre à mon coup de fil... ». Et Isaac de se ronger les sangs pendant un moment ; puis il se met à penser : « S'il a dit oui tout de suite pour quinze mille, c'est qu'il est sûr que la pierre en vaut au moins vingt ! Mais il lui faudra encore trouver un acheteur, il y a peut-être encore une chance qu'il se laisse tenter si je lui en offre dix-huit... Ça ne coûte rien d'essayer ! » Et il décide de rappeler Moïse. Celui-ci, toujours plongé dans sa ruminantion, prend le téléphone et répond machinalement « oui, oui, bien sûr ! » quand Isaac lui fait sa proposition à dix-huit mille. Mais cette fois-ci, après avoir raccroché, c'est lui qui commence à s'interroger. « Qu'est-ce que c'est que cette histoire ? Il m'offre une pierre à quinze mille et me la rachète cinq minutes plus tard pour dix-huit ? Il a dû apprendre quelque chose qu'il ignorait auparavant à propos de ce diamant, qu'il en valait en

17. *Ibid.*, p. 144.

réalité au moins... disons, vingt-cinq mille, et il me le rachète pour dix-huit. Si je lui offrais vingt-deux mille, il me resterait encore une marge suffisante pour un diamant qui en vaut au moins vingt-cinq ! » Et c'est cette fois Moïse qui contacte Isaac. Le manège se poursuit encore un certain nombre de fois jusqu'à ce que Moïse n'entende plus rien. Une heure se passe, deux heures se passent et il décide finalement de rappeler Isaac. Il lui dit : « Et alors ? » « Ben, rien ! lui dit Isaac, je l'ai vendue à Samuel pour trente-deux mille. » En entendant cela, Moïse éclate : « À Samuel ! Comment as-tu pu faire une chose pareille ! À Samuel ! Une pierre qui nous rapportait tant d'argent ! »

L'histoire est comique parce qu'elle montre du vent, les explications fausses, « mythiques », qu'Isaac et Moïse se racontent (à eux-mêmes) pour justifier leur offre suivante d'un montant plus élevé, leurs cogitations « spéculatives » aux deux sens du terme, et suggère que ce vent se transforme en valeur. Et en réalité, c'est très exactement ce qui se passe : de la croyance se transforme en valeur, et c'est pourquoi cette histoire drôle constitue une excellente description du mécanisme de la bulle financière. En réalité, Moïse a parfaitement raison : le diamant a constitué pour eux deux une excellente affaire. En imaginant qu'Isaac l'avait à l'origine acquis pour douze mille (sa première offre à Moïse était, je le rappelle, de quinze mille), ils se sont partagés entre eux la différence entre les trente-deux mille acquittés en fin de compte par Samuel et les douze mille qu'Isaac avait payés, soit vingt mille en tout, c'est-à-dire environ dix mille pour chacun (en fonction des prix exacts auxquels ils se sont acheté puis revendu la pierre). La seule erreur de Moïse consisterait à penser que la pierre constituait une bonne affaire pour eux deux *avant* qu'elle n'ait été vendue à Samuel. Avant ce transfert à un tiers, la transaction n'était une bonne affaire que pour un seul des deux compères à la fois : pour celui qui ne disposait plus de la pierre. L'autre était simplement en possession d'un diamant dont la valeur (non réalisée) à ses yeux était celle du prix auquel il l'avait achetée. À charge pour lui de trouver un acheteur. C'est Samuel qui, en acceptant le prix déterminé par la bulle créée entre eux par Isaac et Moïse, dans leur escalade des prix, fait soudain que la pierre leur a, en effet, « rapporté tant d'argent », cette fois-ci à l'un comme à l'autre. Ou formulé autrement : il n'existe jamais de valeur autre que celle qu'exprime le prix. (Une thèse que

j'ai démontrée à l'aide d'arguments plus classiques dans un texte intitulé « La valeur et le prix¹⁸ ».)

Dans les deux cas, de la Bourse et de l'immobilier, les explications « mythiques » de la bulle, semblables aux cogitations « spéculatives » d'Isaac et de Moïse, permettent à la nature fiduciaire du phénomène de ne pas être évoquée et, comme dans l'histoire, la rentabilité même du processus désamorce tout scepticisme éventuel en apportant la preuve que la foi est justifiée, indépendamment de la qualité de l'explication qui en est avancée. Et le phénomène s'entretient lui-même de cette manière.

LA BULLE DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

L'immobilier américain n'a connu que des crises passagères, sérieuses parfois – comme sur la côte ouest au début des années 1990, insuffisantes toutefois pour remettre en question l'appareil de la foi. La croyance s'est tout simplement révélée justifiée par les faits. Le système boursier a connu des crises plus sérieuses : les effets du krach de 1929 ne furent en effet entièrement épongés qu'au début des années 1960 ; mais, au fil des années, l'instinct du jeu a fini par panser les blessures de la mémoire.

Le domaine de l'immobilier résidentiel ne constitue pas un processus de cavalerie pur et simple dans la mesure où les diverses aides évoquées plus haut constituent une source additionnelle de la richesse que les participants se partagent. Les chiffres déjà cités suggèrent cependant fortement l'existence d'une bulle financière : je rappelle que, entre 1997 et 2002, les revenus ont augmenté de 13 %, le prix moyen des maisons d'habitation de 28 %¹⁹. En outre, le prix moyen de l'immobilier résidentiel américain a crû de 7,5 % en 2003 et de 8,3 % en 2004, alors que les revenus stagnaient.

Jusqu'à très récemment, Alan Greenspan, l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale, s'était fait le champion de ceux qui niaient l'existence d'une bulle financière dans le domaine de l'immobilier résidentiel américain. Les choses ont changé, puisque, le 17

18. Paul Jorion, « Le rapport entre la valeur et le prix », *Canadian Review of Sociology and Anthropology*, 36 (1), 1999, p. 37-64.

19. Joshua Gallin, « The long-run relationship between house prices and income : evidence from local housing markets », article cité.

février 2005, dans un exposé devant une commission parlementaire, Greenspan déclarait : « Je pense que nous rencontrons certains problèmes dans certaines régions localisées. On reconnaît les traits d'une bulle dans certaines régions²⁰. »

En dépit de son revirement, je consacrerai quelques lignes à l'argumentation qu'il développait jusque-là pour conclure à l'absence de bulle. Je ne m'appesantirai pas sur son affirmation selon laquelle l'inertie propre à l'immobilier, la durée même du processus de vente et d'achat et les divers frais et commissions impliqués font qu'il n'y a pas, à proprement parler, de bulle. En fait, cet aspect-là des choses signifie simplement que l'on n'a pas affaire ici à un effet de cavalerie pur et simple, ce qui va de soi : il ne s'agit pas, on le lui accordera sans difficulté, d'un simple transfert de fonds des nouveaux entrants sur le marché vers ceux qui y sont déjà présents. Son argument relatif à la productivité est plus intéressant. Ce qu'il avance ici, c'est que le domaine du bâtiment est un secteur où le progrès dans la productivité est plus faible que dans le reste de la sphère économique américaine. Du coup, la construction devient proportionnellement plus coûteuse : les maisons neuves sont de plus en plus chères en raison de ce moins grand rendement du secteur du bâtiment par rapport au reste de l'économie. Il compte que cette différence occasionne un renchérissement de 1 % par an. Le prix des logements anciens s'alignerait alors sur celui des maisons neuves, évitant ainsi la possibilité d'un *arbitrage*²¹ entre logements nouveaux et anciens. 1 % par an, en composant l'intérêt, cela représente, sur une période de cinq ans, comme celle qui sépare 1997 de 2002, un total de 5,1 %. Si l'on pense aux 28 % de renchérissement de l'immobilier résidentiel, il existe alors un reste de 22,9 % (28 % - 5,1 %) dont l'explication du gouverneur de la Réserve fédérale ne rendait pas compte et que l'on pouvait alors légitimement attribuer à l'existence d'une bulle.

Curieusement d'ailleurs si l'on pense que Greenspan combattait farouchement l'idée d'une bulle à cette époque, il déclarait

20. James R. Hagerty, « Greenspan urges Fannie, Freddie limits », *The Wall Street Journal*, 18 février 2005.

21. Rappel : l'*arbitrage* consiste à découvrir deux marchés où le même produit se traite à des prix différents, à l'acheter là où il est le meilleur marché et à le revendre là où il est le plus cher, la différence entre les deux prix constituant le bénéfice de la transaction.

pourtant dans la suite de son intervention : « Il est clair qu'après une hausse substantielle au cours des années récentes, le prix des maisons devrait refluer. Un déclin brutal, qui serait la conséquence de l'éclatement d'une bulle, semble cependant très peu probable²². » Lapsus ? Probablement plutôt le résultat du fait que plusieurs chercheurs aux opinions alors contradictoires contribuaient à la rédaction de ses discours...

S'il faut toujours prendre au sérieux l'opinion d'un gouverneur de la Réserve fédérale, on peut toutefois douter de la sincérité de certains autres commentateurs qui nient l'existence de la bulle : participant de l'industrie, ils ont personnellement intérêt à affirmer que la formation des prix a un fondement objectif et que leur ascension constante ne fait que refléter le renchérissement de ses différents éléments sous-jacents. Quelle que soit leur conviction profonde, ils sont certainement conscients que la représentation du processus en termes de cavalerie découragerait les nouveaux entrants nécessaires à la poursuite de la bulle. Même un découragement partiel aurait, de leur point de vue, un effet néfaste puisqu'il inciterait les nouveaux candidats à retarder leur entrée sur le marché pour bénéficier de la correction imminente des prix, calcul qui serait justifié par les faits puisqu'une majorité de consommateurs adoptant une attitude attentiste déclencherait effectivement cette correction. Celle-ci est toutefois contrecarrée par l'apparition de nouveaux convertis, qui supposent au contraire que la tendance indiquée par la bulle va se poursuivre et qui décident de se joindre à la ruée vers l'or avant que les prix ne grimpent encore davantage. Cette dernière dialectique est typique de l'ensemble des marchés et constamment à l'œuvre. Autre aspect intéressant : chaque acteur, qu'il retarde sa décision ou la précipite, est obligé de supposer que son raisonnement est celui que tient la majorité, sans quoi il serait plus avantageux pour lui de souscrire à la position inverse.

Si l'éclatement de la bulle de l'immobilier résidentiel américain est annoncé depuis de nombreuses années, il n'a cependant toujours pas eu lieu, et on verra au chapitre suivant que certains facteurs macro-économiques du concert des nations contribuent à maintenir la bulle en existence. Ce qui ne signifie pas bien entendu

22. Alan Greenspan, *The Home Mortgage Market*, remarks by Chairman Alan Greenspan at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Floride, 4 mars 2003.

qu'elle n'éclatera jamais : les facteurs les plus sérieux à prendre en considération sont le déficit en nouvelles recrues pour soutenir l'effet de cavalerie, observé aussi bien dans l'immobilier que sur les marchés boursiers, ainsi que le phénomène nouveau de la « falaise de crédit », avéré déjà pour les entreprises mais inédit quand il se manifeste désormais aussi chez les particuliers. Dans la falaise de crédit, comme nous l'avons vu, les difficultés financières font boule de neige, la prédisposition du consommateur à tenir ses engagements étant réévaluée à la baisse à chaque faux pas, laquelle réévaluation génère à son tour de nouveaux problèmes. On observe avec la falaise de crédit une autre manifestation de *rétroaction positive*.

Le mécanisme de la crise

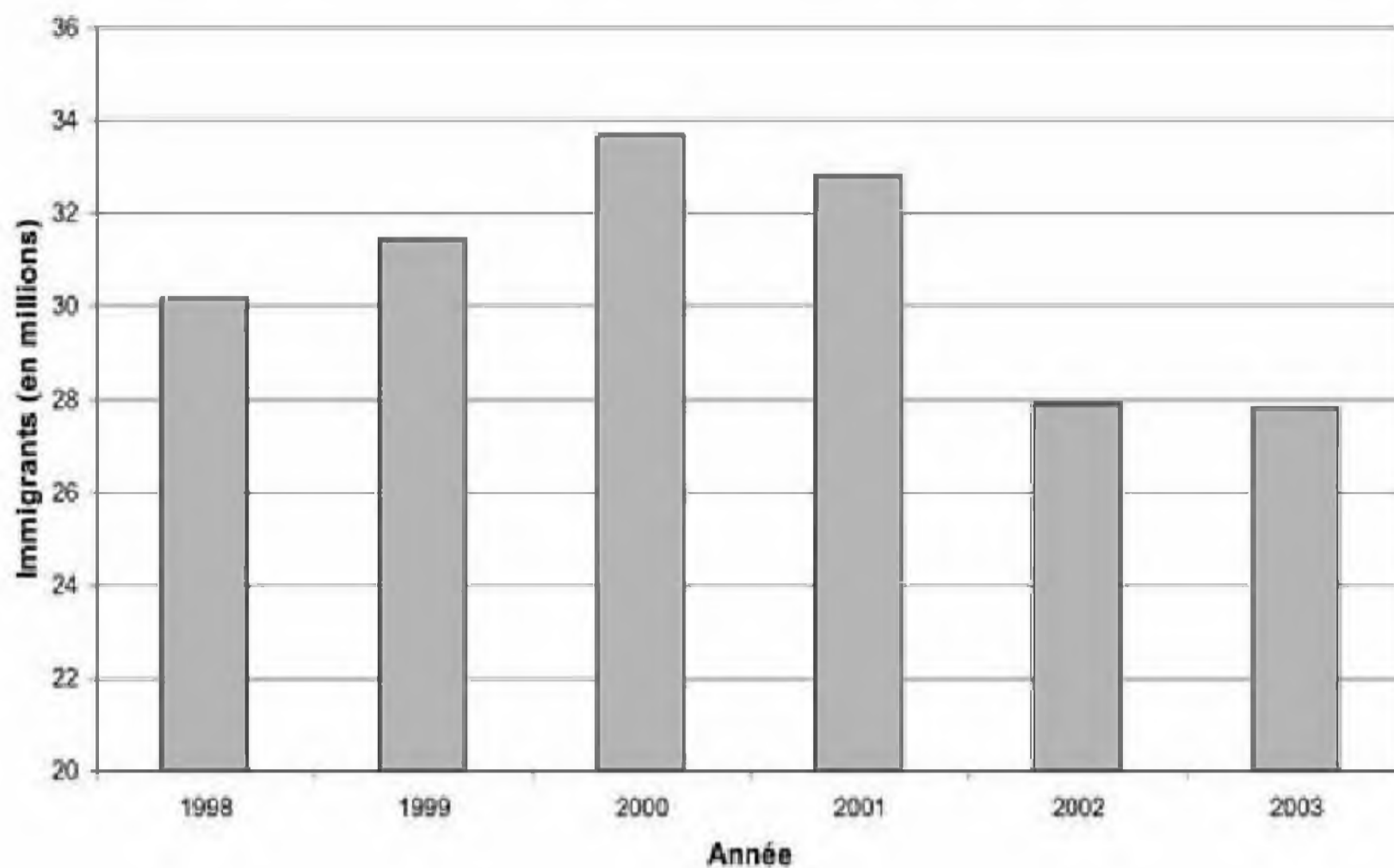
LE DÉFICIT EN NOUVELLES RECRUES

Traditionnellement, les nouvelles recrues de l'immobilier résidentiel sont fournies par le renouvellement des générations et par les nouveaux flux migratoires. Or, la disparition progressive des représentants du *baby boom* ne sera pas entièrement compensée par les générations qui leur succèdent, beaucoup moins nombreuses. De même, s'il est encore trop tôt pour juger d'une réduction des flux migratoires (la plupart des sujets qualifiés d'*immigrants* par les services officiels américains se trouvant en général déjà dans le pays depuis plusieurs années), le nombre des *admissions temporaires*, la première étape de l'immigration, a subi une plongée après le 11 septembre 2001 en réponse au repli des États-Unis vis-à-vis de la communauté internationale, et en particulier le nombre des entrants en provenance des pays musulmans qui s'est vu pratiquement divisé par deux entre 2001 et 2002.

La figure 1 (*page suivante*), qui reprend les chiffres les plus récents des *admissions temporaires* auxquels on ait accès en 2006, montre que le renversement des flux migratoires, amorcé en 2001, se poursuivait en 2003.

L'envolée des prix rend l'accès à l'immobilier résidentiel de plus en plus problématique pour les nouvelles générations. On a vu à quel point l'écart s'est creusé au cours des dix dernières années entre les revenus moyens et le prix moyen des maisons (la comparaison est plus juste, bien entendu, lorsqu'on compare revenus *médians* et

FIGURE 1. ADMISSIONS TEMPORAIRES AUX ÉTATS-UNIS



prix *médians*). Le cycle familial *classique* qui a été décrit implique une accession relativement aisée des couples à la propriété de leur logement peu de temps après le mariage. Pour que cela demeure possible, il convient bien sûr que ces logements existent à un prix accessible pour les nouveaux entrants et dans un rayon d'action raisonnable par rapport à leur lieu de travail.

Une remarque que l'on entend couramment et qui est symptomatique de la nouvelle donne est celle-ci : « J'habitais autrefois dans votre quartier et puis j'ai voulu acheter. Là où j'habite maintenant, c'est un tout autre environnement ! » La disparité est devenue énorme entre ce qu'une certaine somme allouée au logement autorise à un ménage selon qu'elle est investie dans l'achat d'une maison ou utilisée dans le paiement d'un loyer. On comptait, en mars 2005, que le prix de la location de la même habitation représentait à San Francisco 45 % du coût de son achat (sous la forme d'un prêt hypothécaire), 59 % à Washington et 63 % à Miami¹. Cette modification de la donne fait que le choix autrefois automatique pour un jeune couple d'acquérir son logement a cessé d'être aussi simple. Si un nombre significatif d'entre eux se tourne à l'avenir vers la location, une réelle rupture peut avoir lieu dans le recrutement de l'immobilier résidentiel américain. Quant aux immigrants comme

1. Ruth Simon et Ray A. Smith, « In the hottest markets, renting is the real bargain. Cost gap of being a tenant vs. owning hits widest level in more than a decade », *The Wall Street Journal*, 22 mars 2005.

armée de réserve pour l'immobilier, ce sont traditionnellement les plus riches, en provenance du Moyen-Orient, qui se sont vus parmi les populations les plus découragées à l'immigration depuis septembre 2001, en raison des conditions très restrictives s'appliquant désormais à l'ensemble des pays arabes et à d'autres pays à majorité musulmane tels que l'Indonésie ou la Malaisie.

L'INTERDÉPENDANCE ENTRE LA FINANCE ET L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

J'ai mentionné jusqu'ici les raisons ordinairement avancées pour la promotion de l'accession à la propriété privée du logement familial. Celle, plus cynique, qu'il s'agit d'une planche à billets qui soutient l'économie tout entière est moins souvent évoquée... Zili Zhuang, un chercheur affilié à Fannie Mae, écrivait en 2001 : « Le secteur du logement a toujours été important aux États-Unis. En 2000, sa contribution au produit domestique brut était de 1 200 milliards de dollars, soit 12,1 % de l'économie américaine. L'accès à la propriété de son logement crée des emplois, non seulement au moment où une maison est bâtie, mais aussi à partir de l'instant où elle est placée sur le marché jusqu'au moment où un nouvel acquéreur la meuble et effectue des transformations. En 2000, aux États-Unis, la construction immobilière a généré 3,5 millions d'emplois, 113,8 milliards de dollars en salaires et 60,9 milliards de dollars en commissions et taxes tant au niveau fédéral qu'à celui des États et des municipalités. En 2000 également, les acheteurs d'un nouveau logement ont dépensé 5,9 milliards de dollars en mobilier, en décoration et en aménagements de leur habitation² ».

L'importance du secteur au niveau local n'est pas moins impressionnante. Une étude réalisée par l'université de Californie à Los Angeles et publiée en mars 2005 relève notamment qu'avec 423 000 courtiers et agents immobiliers, le secteur constitue 2 % de la population active et 10 % des emplois relevant du secteur privé dans l'État et que, parmi les 243 000 emplois créés en Californie entre 2003 et 2005, 120 000 – soit près de la moitié – font partie du

2. Zili Zhuang, « The housing finance system in the united states, an overview », Fannie Mae, *Perspectives*, vol. 3, n° 2, 2001.

secteur immobilier au sens large, c'est-à-dire comprenant également la construction et le crédit au consommateur³.

La titrisation des prêts hypothécaires

Or il existe une dimension supplémentaire du problème : la titrisation de la dette des ménages quant à leur habitation sous la forme de *mortgage-backed securities*, ces fameux « titres adossés à un prêt hypothécaire » dont j'ai déjà parlé, et qui consiste, pour un organisme financier, à rassembler de vastes collections de ces prêts et à les « remballer » quelques milliers à la fois sous forme d'obligations. Ceux qui les achètent reçoivent, sous une forme standardisée, les paiements faits par les emprunteurs à mesure que ceux-ci parviennent à l'organisme qui gère (*servicing*) l'obligation en question. La titrisation des prêts hypothécaires a créé un nouveau marché financier, coté en Bourse et parallèle à celui des obligations d'État. Ce marché – dont les principaux acheteurs sont de vastes institutions comme les caisses de retraite, voire des États (notamment la Chine) – joue en particulier un rôle crucial dans les activités de *couverture* et est devenu à l'heure actuelle plus important en volume que le marché des *treasuries*, les bons du Trésor américain.

Or le commerce de la *mortgage-backed security* dépend pour sa réussite de l'articulation de deux marchés complémentaires : le marché primaire du prêt au logement aux mains des organismes prêteurs (banques et caisses d'épargne essentiellement) qui financent les particuliers et le marché secondaire de ces mêmes prêts, constitué de ceux qui les rachètent à ceux qui les consentent afin de les titriser (représentés pour moitié par les *government sponsored entities*, et pour l'autre moitié par les banques commerciales et des structures parallèles aux GSE mais à plus petite échelle : les *federal home loan banks*).

La courbe des taux d'intérêt

La santé du marché primaire du prêt au logement dépend de l'existence d'un profil particulier de ce qu'on appelle la « courbe

3. Nicholas Riccardi et Annette Haddad, « Real estate reliance may hurt California. The State could take a big hit with a housing market downturn, a UCLA study warns », *Los Angeles Times*, 15 mars 2005.

des taux d'intérêt ». Si l'on dispose sur un graphe, de la gauche vers la droite, des échéances de plus en plus longues (trois mois, six mois..., deux ans, cinq ans) et qu'on leur fait correspondre le taux variable qui a cours en ce moment, on obtient en général une courbe qui s'élève de la gauche vers la droite, reflétant le fait que des taux plus élevés correspondent aux échéances les plus longues. Pour que les organismes prêteurs soient disposés à avancer des capitaux aux particuliers, il faut que les taux d'intérêt à long terme soient significativement plus élevés que les taux courts ou, comme le disent les techniciens, il faut que la pente de la courbe des taux d'intérêt soit raide. La chose est facile à comprendre : elle touche, d'une part, aux fonds propres des banques, d'autre part aux conditions qui leur sont faites lorsqu'elles empruntent elles-mêmes sur le marché des capitaux, c'est-à-dire le taux auquel elles peuvent elles-mêmes se financer.

Le financement « équilibré »

La principale source de capital des banques commerciales est constituée des dépôts sur les comptes-chèques et les comptes-épargne de leurs clients. Ces comptes autorisent le consommateur à retirer ses fonds sans préavis ou après un préavis extrêmement court, ce qui explique pourquoi les intérêts qui les rémunèrent sont indexés sur les taux flottants correspondant aux maturités les plus courtes : à un mois ou *overnight*, c'est-à-dire du jour au lendemain.

Lorsque les fonds sur les comptes des particuliers sont insuffisants pour répondre à la demande des candidats à l'emprunt, les banques peuvent se tourner à leur tour vers le marché financier à la recherche de fonds. Lorsqu'ils consentent des prêts de longue durée, sur quinze ou trente ans, comme dans le cas du *mortgage* américain typique, les bailleurs de fonds ont le choix entre deux formules : le *match-funding*, ou « financement équilibré », et le *short-term funding*, le financement à court terme. Le principe du financement « matché » est simple : la banque examine quelle est la durée effective des prêts qu'elle consent et elle emprunte de son côté à cette même échéance, de telle sorte que les entrées et les sorties se correspondent dans le temps. En raison des déménagements, de l'évolution de la taille des foyers au fil des années ou des possibilités qui s'offrent à eux de refinancer, on a longtemps considéré aux

États-Unis que la durée moyenne d'un prêt hypothécaire de trente ans se situait en réalité entre sept et douze ans. En conséquence, un organisme financier à la recherche de fonds qui lui permettraient de financer des *mortgages* de trente ans empruntait lui-même le plus souvent à échéance de dix ans. Dans les années 2002 et 2003, la chute des taux flottants offrit aux consommateurs l'occasion de refinancer leurs emprunts, ce dont un tiers d'entre eux tira effectivement parti. Du coup, la durée moyenne d'un prêt hypothécaire à trente ans tomba à trois ans et demi et il devenait dès lors plus avisé pour les banques de financer ces prêts en empruntant elles-mêmes pour trois ou cinq ans.

Le financement à court terme

Le financement à court terme constitue une autre stratégie : il consiste pour une banque à réemprunter de mois en mois les sommes qu'elle prêtera, indépendamment cette fois de la maturité des prêts qu'elle consent. Un pari sous-tend ce choix, relatif à la courbe des taux d'intérêt : que les taux courts resteront peu élevés par rapport aux taux longs et que la banque pourra trouver son profit dans la différence entre les intérêts qu'elle perçoit sur des prêts à quinze ou trente ans et ceux qu'elle doit elle-même verser pour les emprunts qu'elle contracte à un mois. Autrement dit, il faut que la pente de la courbe des taux d'intérêt reste raide : son aplatissement est redouté par l'industrie du *mortgage*.

Mais ces conditions ne sont pas toujours remplies. Ainsi, pour le marché américain, le 16 juin 2006, le taux « trois mois » est de 4,75 %, le « six mois » de 5,43 %, le « deux ans » de 5,09 % et le « cinq ans » de 5,02 %. Le taux « deux ans » et le taux « cinq ans » sont moins élevés que le taux « six mois », ce qui signifie qu'il est plus avantageux de prêter ses fonds pour six mois que pour deux ans ou cinq ans. Ce profil de « courbe inversée » s'est instauré en 2005.

La crise la plus sévère des marchés financiers du point de vue du coût qui en a résulté pour le contribuable a été la chute des *savings & loans*, les caisses d'épargne américaines encore appelées *thrifts*, les « économes », qui, en 1989, se sont prises au piège du financement court et ont dû appeler à la rescousse le gouvernement fédéral. Il en coûta, pour les sauver, près de

190 milliards de dollars au contribuable américain. Je vais y revenir dans un instant.

La rentabilité d'un portefeuille de prêts hypothécaires

La bonne santé du marché secondaire du prêt au logement dépend donc du rendement d'un portefeuille de prêts hypothécaires. Qu'un intervenant sur ce marché dispose d'un portefeuille de *mortgage-backed securities* ou que celui-ci soit constitué d'un ensemble de *mortgages* individuels « en vrac » (*whole loans*), le taux d'intérêt associé à chacun des prêts individuels au sein de ce portefeuille détermine son rendement global. Celui-ci doit alors être comparé au rendement d'autres placements possibles aux mêmes échéances aux conditions actuelles du marché. Selon le climat financier, le rendement d'un portefeuille de prêts hypothécaires s'avérera donc satisfaisant ou médiocre.

La possibilité offerte à l'emprunteur américain de se refinancer à un taux moins élevé lorsque les taux flottants baissent et que les bailleurs de fonds réalignent leurs barèmes en conséquence rend plus problématique la gestion d'un tel portefeuille. Cela a été le cas en particulier en 2005 et 2006, du fait qu'en 2002 et 2003 un nombre considérable d'emprunteurs ont refinancé leur prêt-logement à un taux plus favorable. Dans un discours prononcé en 2003, Alan Greenspan mentionnait que dix millions de prêts hypothécaires avaient été ainsi refinancés au cours de ces deux années-là. Le volume de ces refinancements était de 1 750 milliards de dollars et représentait près du tiers de la dette totale des prêts-logements⁴.

Les taux d'intérêt historiquement bas observés sur le marché financier américain au tournant du millénaire résultent d'une série d'événements essentiellement indépendants de sa propre dynamique : la défaillance de la dette russe en 1998 et la crise des marchés financiers asiatiques. Ces deux accidents contribuèrent à faire des obligations d'État américaines, les *treasuries*, des placements refuges. Recherchés par les investisseurs, les bons du Trésor ont pu s'autoriser des rendements moins élevés, occasionnant par répercussion la chute des taux d'intérêt flottants.

4. Alan Greenspan, *Home Mortgage Market*, remarks by Chairman Alan Greenspan at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Floride, 4 mars 2003.

La débâcle des savings & loans

La responsabilité de la crise des *savings & loans* en 1989, qui a coûté, comme je l'ai dit, 190 milliards de dollars au contribuable américain, leur a été pleinement attribuée. Il leur a été reproché d'avoir eu la stupidité de ne pas comprendre qu'il est impossible de financer des prêts à long terme à un taux d'intérêt faible avec des emprunts à court terme d'un taux élevé. On appelle, on l'a vu, *matched-funding* le financement d'un prêt à une certaine échéance par un emprunt de la même maturité (la transaction n'ayant de sens, bien sûr, qu'au seul cas où l'emprunt est moins onéreux que le prêt). La tourmente au sein de laquelle les *savings & loans* se sont retrouvées a donc été logiquement qualifiée de *mismatch*.

La crise a été précipitée par l'inflation croissante des années 1970 et du début des années 1980. Il faut savoir que, contrairement aux banques commerciales, les *savings & loans* n'offrent pas la gamme entière des produits financiers : pour financer les prêts qu'elles consentent à leurs clients, elles dépendent de manière cruciale des dépôts que ces derniers opèrent sur leurs livrets d'épargne ou en achetant des certificats de dépôt. Elles sont obligées de traiter ces fonds comme des prêts à très court terme, puisque les déposants peuvent retirer leur épargne soit quand ils le veulent, soit à l'échéance en général assez courte propre aux certificats de dépôt. Or c'est à l'aide de ces fonds qu'elles financent des prêts à taux fixe de quinze ou de trente ans.

J'ai expliqué précédemment que, dans un contexte de marché où les taux sont élevés, la valeur de revente sur un marché secondaire d'un prêt à un taux plus faible accordé antérieurement oblige le vendeur à « escompter » ce prêt, c'est-à-dire à accorder une *ristourne* à l'acheteur compensant la perte de valeur relative de manière à ce que le prix redevienne concurrentiel dans le nouveau contexte. Ce rappel est nécessaire pour comprendre un commentaire de William Bartlett, auteur d'un ouvrage sur les *mortgage-backed securities*. Il écrit : « Une inflation importante dans les années 1970 et les années 1980 porta le premier coup à la capitalisation nette des *savings & loans* en réduisant la valeur de leur portefeuille de prêts au logement à long terme et à taux fixe. Paradoxalement, c'est la disparition de l'inflation au milieu des années 1980 qui mit fin au boom de l'immobilier – une vague qui reposait sur la supposition

que la hausse constante du prix de l'immobilier cautionnerait des projets à la viabilité économique douteuse⁵. »

Dans un livre publié il y a plus de dix ans, Franco Modigliani, prix Nobel d'économie, écrivait avec Frank Fabozzi : « On ne trouve jusqu'ici aucune indication qu'une nouvelle réglementation soit en préparation qui requerrait le genre de politique d'investissement qui aurait prévenu la tragédie des vingt dernières années, à savoir qui imposerait la concordance des maturités⁶ [entre fonds prêtés et sources de financement] ! » Rien n'a changé depuis que cet ouvrage a été écrit : les conséquences pour les bailleurs de fonds dans le secteur du prêt hypothécaire du fait que l'emprunteur à taux fixe dispose de l'option de refinancer son prêt à sa convenance à un taux plus bas lorsque les taux de marché le permettent n'ont toujours pas été tirées ! De nouveaux prêteurs se présentent en foule aussi longtemps que la pente de la courbe des taux est raide. Comme ils se contentent en général de prêter à nouveau l'argent que les épargnants ont déposé sur leurs comptes, leur marge de profit subit un rétrécissement fatal (un *squeeze*) aussitôt que la courbe s'aplatit et ils sont acculés à la banqueroute. Et pour éviter un effet de dominos dans le secteur financier, le gouvernement fédéral vient à leur rescousse. Autrement dit, à échéance, c'est toujours le contribuable américain qui règle l'ardoise. Le commentateur financier James Grant a appelé ce mécanisme la « socialisation du risque de crédit ».

De manière révélatrice, lorsque, le 21 mars 2005, Fannie Mae a annoncé une réduction de 15,5 milliards de dollars de son portefeuille de *mortgages*, sa porte-parole a donné comme raison « l'étroitesse inhabituelle de la marge entre le taux d'intérêt que la firme perçoit sur les *mortgages* et le coût de son propre financement⁷ ».

Devant la simplicité du problème et l'inéluctabilité de son dénouement, il faut se demander alors pourquoi le système n'a pas connu de défaillances plus fréquentes. À cette question complémentaire, Modigliani propose une explication dont la nature ne nous surprendra pas : « La raison essentielle est qu'une banque

5. William W. Bartlett, 1989, *Mortgage-Backed Securities, Products, Analysis, Trading*, New York Institute of Finance, New York, p. 26.

6. Frank J. Fabozzi et Franco Modigliani, 1992, *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*, Harvard Business School Press, Boston, Mass., p. 101.

7. James R. Hagerty, « Fannie quickens pace of shrinking mortgage portfolio », *The Wall Street Journal*, 22 mars 2005.

dans une position délicate ne doit pas automatiquement déposer son bilan tant qu'elle est à même de verser à ses épargnants intérêt et principal, faisant pour cela appel à ses réserves, ou liquidant certains de ses actifs, mais surtout, en utilisant la technique dite "de Ponzi" : en attirant de nouveaux clients. De même, être insolvable ne signifie pas nécessairement pour une caisse d'épargne "être en faillite" : les affaires peuvent se poursuivre aussi longtemps que les clients n'exigent pas d'être remboursés. Et le fait est qu'en général ils s'en abstiennent⁸. »

C'est-à-dire, une fois de plus, la cavalerie. Modigliani ajoutait, ayant en tête ici plus spécialement la déroute des *savings & loans* de 1989 : « Les épargnants – qui se seraient inquiétés à la rumeur d'une éventuelle banqueroute – n'ont pas vu venir le danger. S'ils avaient voulu en savoir plus, ils auraient examiné la valeur déclarée des actifs. Or celle-ci était gonflée artificiellement grâce à la "comptabilité créatrice" qui était alors tolérée par les organes de tutelle, soucieux de maintenir le train sur les rails et de cacher l'étendue du désastre⁹. » Comptabilité « créatrice » donc. Une fois encore, nous voilà en terrain connu.

LE DÉFICIT AMÉRICAIN

Taux de change et taux d'intérêt

La dette moyenne d'un ménage américain s'élève donc à 120 % de son revenu annuel et son taux d'épargne est tombé sous la barre de zéro en 2005. Nous avons vu aussi qu'à ce niveau de surendettement, toute hausse des taux d'intérêt expose les ménages à des difficultés financières très sérieuses. Or la baisse actuelle du taux de change du dollar suffirait à elle seule à provoquer une telle hausse. Le mécanisme est connu : lorsque le dollar baisse vis-à-vis des autres devises, le marché des bons du Trésor émis par l'État fédéral (la dette américaine) cherche à demeurer concurrentiel et est obligé de compenser la déperdition de valeur du montant de l'obligation exprimé en dollars par un taux d'intérêt bonifié.

8. Frank J. Fabozzi et Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage-backed Securities Markets*, op. cit., p. 100.

9. *Ibid.*

C'est pourquoi les économistes misaient sur une hausse automatique des taux d'intérêt résultant de la baisse observée du dollar au cours des années 2003 et 2004. Or celle-ci n'a eu lieu que très partiellement : le taux du bon du Trésor à dix ans était de 4,01 % en 2003 et de 4,37 % en mars 2005 – une appréciation de 9 % – alors que, durant la même période, la parité du dollar par rapport à l'euro est passée de 1,13 à 1,35 %, soit une progression de 19 %. Le conseil de la Réserve fédérale a relevé de mois en mois le taux *overnight*, du jour au lendemain, qu'elle contrôle sans que cela ait beaucoup d'effet sur les taux à long terme. Autrement dit, on a assisté à un aplatissement de la courbe des taux : au resserrement de la différence entre les taux à long et à court terme.

Ignorons provisoirement la raison pour laquelle les taux à long terme n'ont pas suivi la dépréciation du dollar (l'intervention des banques asiatiques) pour rappeler la conséquence d'un tel aplatissement de la courbe des taux pour les bailleurs de fonds sur le marché des prêts hypothécaires : le *squeeze*, le rétrécissement fatal de leur marge de profit. Les taux bas signifient que le marché demeure bon en volume puisque les consommateurs ont intérêt à contracter des emprunts, voire même à refinancer des emprunts existants. Mais les prêteurs eux n'y trouvent pas leur compte : la différence entre le taux dont s'acquittent leurs clients et le taux des emprunts qu'eux-mêmes contractent est aujourd'hui ténue. On se trouve alors devant un cocktail explosif où, d'une part, les consommateurs ont intérêt à s'endetter toujours davantage alors qu'ils se trouvent déjà au bord du gouffre, tandis que, d'autre part, les banques prêteuses voient se resserrer dramatiquement leur marge de profit. On aura ici reconnu une préfiguration de la situation dans laquelle se sont retrouvées en 1989 les *savings & loans*...

Le rôle des banques centrales d'Extrême-Orient

L'une des raisons pour lesquelles les taux américains à long terme n'ont pas grimpé entre 2001 et 2006 en dépit de la dépréciation du dollar par rapport aux autres devises est que la Réserve fédérale ayant cessé depuis 2001 d'émettre des obligations à trente ans, les acheteurs de dette à long terme, en particulier les intervenants qui cherchent à *couvrir* des opérations sur des portefeuilles de *mortgages*, ont été forcés de se reporter sur des bons du Trésor à dix ans.

Mais ce n'est pas la raison principale, qui tient à ce que certaines nations achètent des obligations américaines en quantités astronomiques, et cela bien que leur rendement ne soit pas très élevé, neutralisant du même coup la tendance habituelle des taux à contrebalancer la dépréciation du montant de l'obligation par un taux plus élevé de son coupon. Les nations qui détiennent ces portefeuilles géants de bons du Trésor américains sont le Japon, la Chine, Taiwan et la Corée. Au début de 2005, la réserve en dollars du Japon s'élevait à 841 milliards de dollars et celle de la Chine à 600 milliards de dollars. Au lieu d'échanger ces réserves contre leur monnaie nationale, le yen et le yuan – ce qui ne manquerait pas de faire chuter la valeur de la devise américaine –, ces deux pays préfèrent les utiliser pour acheter des bons du Trésor et des *mortgage-backed securities* : autrement dit, elles préfèrent financer la dette budgétaire du gouvernement fédéral. La Chine, qui a décidé d'ancrer la valeur de sa devise à celle du dollar américain, est tout particulièrement motivée de ce point de vue.

La raison pour laquelle le Japon, la Chine, Taiwan et la Corée disposent de telles réserves fabuleuses en dollars est très simple : le déficit de la balance commerciale des États-Unis vis-à-vis de ces quatre pays, autrement dit, le fait qu'ils importent considérablement plus en provenance de ces nations qu'ils n'exportent vers elles. En juin 2006, le déficit mensuel de la balance commerciale américaine se montait à 63,43 milliards de dollars, en baisse légère par rapport au chiffre record de janvier 2006 qui était de 66,2 milliards. Début 2002, le chiffre mensuel était de la moitié, se situant autour de 30 milliards de dollars. La Chine à elle seule représente plus du quart du déficit américain avec 202 milliards de dollars en 2005 (l'Asie dans son ensemble y contribue pour 60 %), et le déséquilibre se creuse de manière vertigineuse : la progression entre décembre 2004 et janvier 2005, par exemple, a été d'un milliard de dollars, c'est-à-dire de 6,5 % en un mois, un taux qui, annualisé, dépasserait 100 % !

Le déficit de la balance commerciale américaine

Les États-Unis importent aujourd'hui bien davantage qu'ils n'exportent : le déficit de la balance commerciale américaine se chiffrait pour l'année 2004 à 617,7 milliards de dollars, un chiffre

en progression de 25 % par rapport à l'année précédente, soit aussi l'équivalent de 6 % de leur produit national brut. En conséquence, le public américain absorbe une partie disproportionnée de la production mondiale de biens de consommation et constitue à ce titre la locomotive de l'économie à l'échelle planétaire.

Les biens de consommation dont les Américains sont aujourd'hui friands sont essentiellement des biens d'importation : ordinateurs, télévision à écran large, vêtements, etc. La raison ne réside pas dans une évolution du goût du public pour de nouveaux types de biens, mais dans la spécialisation croissante de l'économie domestique des États-Unis dans les secteurs de la prestation de service et le retrait parallèle de l'industrie américaine des secteurs producteurs de ce type de marchandises en raison de la mondialisation et du déplacement des complexes industriels vers les zones de moindre coût.

Le goût des ménages américains pour l'automobile n'a pas changé mais, en 2006, désormais au coude à coude avec ses concurrents du marché domestique, Toyota est en passe de devenir le principal vendeur d'automobiles aux États-Unis, à une demi-longueur de General Motors, Honda suivant de près. Dans le contexte actuel donc, plus les ménages dépensent, plus la balance commerciale américaine devient déficitaire. Le mouvement ne peut s'inverser que dans deux cas de figure : ou bien le parc industriel se respecialise dans les secteurs producteurs de biens de consommation dont les Américains raffolent (c'est ce que prône, de manière un peu irréaliste, l'économiste anglais Wynne Godley), ou bien les consommateurs limitent leurs dépenses (leur capacité à y parvenir ou non se mesurant aisément par le taux d'épargne des ménages). Or tant que l'argent qu'ils pourraient épargner est investi dans la bulle de l'immobilier, l'épargne ne pourra pas progresser ; j'ai cité précédemment un expert selon lequel cet investissement équivaut à une épargne annuelle de 6 %. La Chine, en achetant des quantités considérables de *mortgage-backed securities* et de bons du Trésor, maintient les taux à long terme américains à un niveau bas et alimente ainsi la bulle de l'immobilier résidentiel américain.

Balance commerciale et immobilier résidentiel

Dans un discours prononcé en février 2005, Alan Greenspan a analysé le rapport existant entre le marché de l'immobilier

résidentiel et le déficit de la balance commerciale américaine. Une fois n'est pas coutume, je le citerai *in extenso* sur cette question particulière.

« La baisse des taux d'intérêt américains depuis le début des années 1980 a soutenu à la fois une hausse du prix de l'immobilier résidentiel et, ces dernières années, une rotation sans précédent des ménages au sein du parc immobilier existant. Cette combinaison a conduit à une augmentation significative de la dette liée au prêt hypothécaire. L'augmentation du prix des maisons crée de la plus-value, qui se matérialise alors en liquidités lors de la vente de l'immeuble. La dette que rembourse le vendeur d'un logement ancien représente en moyenne les trois cinquièmes du prêt hypothécaire contracté par l'acheteur, accompagnés d'une conversion en numéraire d'un montant de capital propre proche de la plus-value réalisée. Cette retombée en liquidités a été financée par l'alourdissement net de la dette portant sur le logement acquis et partant du montant total du prêt hypothécaire restant dû. Même si l'on tient compte de l'apport personnel consenti sur l'achat d'un nouveau logement, les vendeurs perçoivent, net, d'importantes sommes en numéraire, qui constituent à leurs yeux une ressource disponible. Sa contrepartie, la dette d'un montant plus élevé contractée par l'acheteur, est soutenue par la valeur actuelle de la maison, à savoir telle qu'elle a crû du fait de l'existence d'une plus-value. Par ailleurs, les taux d'intérêt bas sur les prêts hypothécaires ont encouragé des avances substantielles sur le capital propre captif dans le logement, ainsi que les refinancements pour un montant supérieur au principal restant à rembourser, donnant lieu à une libération de numéraire, c'est-à-dire deux moyens additionnels et nouveaux d'extraire la plus-value captive dans le logement. En fin de compte, et essentiellement dans la mouvance de l'extraction du capital propre, la dette liée au prêt hypothécaire a crû beaucoup plus considérablement au cours des cinq dernières années qu'au cours des cinq années précédentes. Les enquêtes suggèrent qu'à peu près la moitié du capital propre extrait se convertit en dépenses de consommation du ménage, réduisant leur épargne dans la même mesure et contribuant vraisemblablement du même coup à un ajustement favorable de la balance commerciale [dépréciation du dollar]. Il est intéressant de noter à ce propos l'existence *d'une corrélation significative entre l'évolution de la dette américaine liée au prêt hypothécaire au cours du dernier demi-siècle et le déficit actuel de la balance des paiements*. Il va de soi qu'une corrélation et une cause sont deux choses distinctes et que de nombreux facteurs ont pu influencer à la fois sur la dette liée au prêt hypothécaire et sur la balance commerciale¹⁰. »

10. Alan Greenspan, *The U. S. Current Account Deficit*, remarks by Federal Reserve Chairman Alan Greenspan at the Advancing Enterprise 2005 Conference, Londres, 4 février 2005.

Il est intéressant aussi de noter – outre cette remarque de Greenspan relative à la corrélation, au cours des cinquante dernières années, entre la dette liée au prêt hypothécaire et le volume du déficit de la balance commerciale – que, si l'ex-gouverneur de la Réserve fédérale produit une telle analyse dans son allocution, c'est en vue d'attirer l'attention sur ce qu'il envisage comme mécanisme autocorrecteur : la hausse des taux d'intérêt calme la surchauffe de l'immobilier, ce qui conduit les ménages à réorienter les fonds libérés vers l'épargne, diminuant d'autant la consommation et partant le déficit de la balance commerciale, et du coup la pression sur la monnaie, d'où un rééquilibrage des taux d'intérêt. Ce qu'il néglige, c'est qu'en raison de l'intervention des banques extrême-orientales, la hausse des taux d'intérêt qui serait une conséquence normale de la chute du dollar n'a pas lieu. La « main invisible » qu'il évoque existe sans doute bien en arrière-plan, mais l'énormité même du déficit l'empêche désormais d'opérer. C'est ce qu'on appelle un effet *non linéaire* : la gravité actuelle du déficit commercial fait qu'un seuil a été dépassé, au-delà duquel les banques extrême-orientales sont obligées d'acheter des bons du Trésor en quantités énormes pour soutenir le dollar ; en conséquence, les taux d'intérêt ne peuvent pas grimper et le mécanisme autocorrecteur demeure dormant. Ce qu'il faudrait alors, ce serait un coup de pouce supplémentaire, venant cette fois des Américains eux-mêmes, pour imposer une hausse des taux longs. Mais la Réserve fédérale, si elle dispose du moyen de déterminer le niveau des taux à court terme en fixant le niveau des prêts qu'elle accorde aux banques membres de son réseau fédéral du jour au lendemain, n'a aucun moyen d'influencer les taux longs.

Pour qu'elle puisse avoir une influence sur les taux longs, il ne faudrait rien de plus qu'une loi en ce sens. Mais depuis la révolution initiée par Ronald Reagan en faveur du laisser-faire absolu en matière de marchés, le législateur ne s'aventure plus sur ces terrains. Les seules lois votées pour tenter de contrer les conséquences prévisibles de situations telles que celle-ci visent à protéger un secteur industriel particulier – tels les projets de loi fixant des quotas sur les importations de telle ou telle marchandise en provenance de Chine. Il s'agit alors de réponses ponctuelles des élus aux campagnes de *lobbying* entreprises par les firmes de ce secteur. Le sens de l'État est peu répandu en ces matières : intervenir pour défendre le bien

commun est une notion quelque peu excentrique, laissée à l'appréciation et à l'idéalisme personnels des élus...

La Chine n'a pas ces états d'âme : l'ancrage du taux du yuan à celui du dollar est l'objet d'une loi ; dans le domaine de l'immobilier, où se dessine en ce moment une bulle là aussi, celle-ci est implacablement contrée par des mesures en vue de la maîtriser : à Shanghai, interdiction de prêts au logement pour les maisons qui sont revendues deux fois dans l'année, et, pour celles-ci, une taxe de 5,5 % sur le montant de la vente. La Chine est une nation athée. Le confucianisme et le taoïsme sont des « philosophies » agnostiques, des manières de voir le monde qui nous est donné comme connaissable et visible. Le bouddhisme, comme Alexandre Kojève l'a bien montré dans son petit ouvrage consacré à l'*athéisme*¹¹, est une « religion athée ». Nous avons noté que les Américains restent toujours disposés à confier leur sort à la « main invisible », convaincus qu'ils sont que la volonté divine en constitue en dernier ressort la forme par défaut. Dans une nation athée comme la Chine, les esprits sont davantage tournés vers les vertus de la prise de conscience, on souscrit davantage à l'« Aide-toi et le Ciel t'aidera ! ». N'était-ce pas un Chinois, le président Mao-Tsé-Toung, qui avançait que « là où l'on ne balaie pas, la poussière ne s'en va pas d'elle-même » ?

Les États-Unis otages de la Chine ?

Or le dollar est vulnérable et la moindre rumeur de diversification de leur portefeuille de devises – entendez : un déplacement vers l'euro – par les principales banques centrales asiatiques provoque une nouvelle plongée de son cours. Ainsi, le 21 février 2005, le dollar perdait 1,4 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro et du yen, et l'indice boursier *Dow Jones Industrial Average* perdait pour sa part 174 points, soit 1,6 % de sa valeur, sa chute la plus spectaculaire au cours des cinq derniers mois, tout cela à la suite d'une simple rumeur selon laquelle la Corée du Sud, dont la banque centrale a en réserve 200 milliards de dollars, s'apprêtait à « diversifier » son portefeuille de devises étrangères – entendez : allait se délester de

11. Alexandre Kojève, 1998, *L'Athéisme*, traduction de Nina Ivanoff, établissement du texte, présentation et révision de la traduction par Laurent Bibard, Gallimard, « Tel », Paris.

dollars pour acheter de l'euro. Selon le Fonds monétaire international, en 2003, le dollar constituait 63 % des réserves en devises étrangères des banques centrales, l'euro seulement 19,7 %. Mais chaque nouvelle baisse du dollar rend une telle diversification plus nécessaire pour les banques centrales : dans le contexte actuel, elle apparaît donc comme inéluctable.

La Chine n'a pas intérêt aujourd'hui à lâcher le dollar : les États-Unis constituent un débouché trop important pour sa production de biens. Mais d'autres marchés s'ouvrent à elle, au premier rang desquels son propre marché intérieur, et il n'en sera donc pas toujours ainsi. Ted C. Fishman, l'auteur de *China Inc.*, un livre sur la menace industrielle et commerciale que la Chine représente pour les États-Unis, observe que « la population chinoise, qui gagne environ un quarantième de ce que les Américains touchent, subventionne indirectement la propension insatiable des Américains à acheter des biens de consommation. [...] la Chine prête à l'Amérique tout l'argent qu'il lui faut pour dépenser jusqu'à l'ivresse¹² ».

Que se passera-t-il alors le jour où la Chine décidera d'abandonner le dollar ? Jeffrey A. Frankel, un professeur d'Harvard qui fut autrefois l'un des conseillers économiques du président Clinton, fait le commentaire suivant : « Quand les Orientaux se retireront de nos marchés, les Américains découvriront soudainement que les taux d'intérêt grimpent et que la valeur des actifs – valeurs boursières, logements, sociétés, pratiquement tout – baisse. Lorsque d'autres pays ont subi des crises de ce type, leurs populations ont été prises de panique. J'ignore si une telle crise conduira les États-Unis à perdre eux aussi une grande partie de leur puissance, c'est difficile à dire. Ce n'est certainement pas à exclure¹³. »

Un autre effet pourrait alors amplifier le processus : la « falaise de crédit » telle qu'elle a toujours existé pour les sociétés anonymes qui se financent sur les marchés et qui touche aussi, depuis que s'est popularisée la cote de crédit, les consommateurs. L'administration Bush a consenti des gestes généreux quant à la fiscalité des impôts sur le revenu des individus les plus riches ; les coûts associés à l'invasion de l'Irak, puis à son occupation sont énormes ; en

12. Ted C. Fishman, 2005, *China Inc. How the Rise of the Next Superpower Challenges America and the World*, Scribner, New York, p. 264.

13. Cité dans Ted C. Fishman, *China Inc. How the Rise of the Next Superpower Challenges America and the World*, op. cit.

conséquence, le déficit budgétaire américain atteint des niveaux record : l'agence de *rating* Standard & Poors compte qu'il a été en 2005 d'un montant équivalant à 60 % du produit national brut, soit dix fois le déficit de la balance commerciale.

Le 7 décembre 2004, pour la première fois, une autre agence de *rating*, Egan-Jones Ratings Co., évoquait la possibilité d'un déclassement éventuel de la cote de crédit du gouvernement américain lui-même de « AAA » à « AA ». Son raisonnement était simple : la cote « AAA » est attribuée aux grandes nations industrialisées qui maintiennent leur déficit budgétaire au-dessous de la barre des 20 % de leur produit national brut ; en atteignant le niveau de 60 %, les États-Unis cessent d'appartenir à ce club¹⁴. Une telle mesure conduirait à une hausse des taux dont le gouvernement fédéral doit s'acquitter sur les emprunts qu'il contracte et se répercuterait sur l'ensemble des dettes consenties à l'étranger comme sur les marchés intérieurs. La rentabilité d'un portefeuille de prêts hypothécaires serait immédiatement affectée et, en première ligne pour en souffrir, se trouveraient bien entendu les *government sponsored entities* à l'origine d'une proportion considérable des prêts hypothécaires consentis aux ménages dans l'achat de leur logement. Bill Gross, un des dirigeants de PIMCO, la plus importante firme de courtage d'obligations et en particulier en bons du Trésor américains, faisait le commentaire suivant : « En l'absence de notre force militaire, une décote de la qualité de notre crédit est une affaire qui va de soi. »

SUPÉRIORITÉ DU SYSTÈME FINANCIER AMÉRICAIN ?

J'ai dit plus haut qu'une explication possible du fait que, au contraire des autres pays, le placement boursier a constitué aux États-Unis un investissement judicieux sur le long terme résiderait dans le dynamisme exceptionnel de leur économie, autorisé par la vaste superficie de leur territoire, riche en ressources naturelles et à même d'absorber des flux migratoires gigantesques.

Il y a là sans doute une partie de l'explication. Il y a cependant, à mon sens, un autre facteur : l'expertise en matière financière, dont j'ai offert de multiples illustrations, est un domaine où les États-Unis

14. Aaron Lucchetti, « Some question U. S. bond rating », *The Wall Street Journal*, 7 décembre 2004.

se trouvent encore aujourd'hui à la pointe de l'innovation. C'est à cet aspect des choses que Greenspan faisait également allusion dans son allocution du 4 février 2005 : « Au cours des vingt dernières années, disait-il, des innovations majeures ont permis aux États-Unis d'améliorer et de faire baisser le prix du prêt hypothécaire. Ce sont sans doute ces développements qui ont incité les propriétaires de leur logement à ponctionner le capital propre de leur propriété pour financer des dépenses de consommation dépassant le cadre du logement. Comme l'on sait, il n'est pas aussi aisé chez nos partenaires commerciaux de dégager les fonds propres captifs dans une habitation comme un moyen de financer des dépenses de consommation¹⁵. »

Le point d'articulation serait le suivant : ce serait la finesse de l'ingénierie financière américaine qui autoriserait ses citoyens à consommer bien davantage par rapport à leurs revenus que les membres des autres nations. Dans un contexte où l'on décide d'ignorer les limites qu'il faudrait peut-être définir à la croissance, le surendettement ne serait pas alors la maladie que l'on dénonce habituellement, mais au contraire un signe de bonne santé.

IMMIGRATION ET « MENTALITÉS »

Il resterait toutefois un élément à expliquer : la raison même de l'expertise des Américains en matière d'endettement. Un commentateur, dont j'espère un jour retrouver le nom, avait fait remarquer que l'introduction du système de la carte de crédit avait offert aux Américains riches le luxe de se conduire en matière de dettes comme s'ils étaient pauvres. Il s'agissait d'une boutade, mais qui mettait le doigt sur le ressort du surendettement, qui permet effectivement à chacun, et plus spécialement au consommateur aisé, de vivre bien au-dessus de ses moyens. J'ai mis en évidence, au fil de ma démonstration, les faiblesses internes de ce système, et plus spécialement pourquoi il exige un équilibre délicat de tous les instants, où chacune de ses composantes doit fonctionner à la perfection pour que le système se maintienne en vie.

15. Alan Greenspan, *The U.S. Current Account Deficit*, remarks by Federal Reserve Chairman Alan Greenspan at the Advancing Enterprise 2005 Conference, Londres, 4 février 2005.

Et c'est peut-être ici aussi que les mentalités interviennent dans l'explication. L'immigration est un processus ardu, qui met les nerfs du candidat à rude épreuve. Elle touche aussi de manière sélective ceux qui se sont retrouvés le dos au mur dans leur pays d'origine. Les vrais désespérés n'entreprennent pas ce genre de voyage, seuls s'embarquent vers l'Amérique les cas désespérés qui ne peuvent se résoudre au désespoir. Or il y a un nom pour ce type d'individus : ce sont les optimistes. Et l'immigration opère une sélection positive de ceux-ci. Le propre de l'optimiste, c'est qu'il a du mal à se convaincre que les choses ne vont pas bien. Une des implications immédiates de ce trait, c'est la mémoire courte. Si celle-ci constitue la condition pour qu'un marché boursier continue de fonctionner sans à-coups trop sévères, on aura peut-être trouvé ici la raison de ses 4,3 % de croissance annuelle aux États-Unis, contre les 0,8 % décevants observés dans le reste du monde.

Autre caractéristique générale de l'immigration vers les États-Unis : ceux qui la composent sont pauvres et ils savent d'expérience que la pauvreté est un seuil : que si l'on demeure en dessous, les choses continueront d'aller mal, mais que si l'on a la chance de passer par-dessus, les choses s'arrangeront et iront même, après un temps, de mieux en mieux. Le rêve américain, c'est précisément cela : qu'il est toujours possible de parvenir à dépasser ce seuil. Un petit coup de pouce qualitatif est cependant nécessaire : il s'agit de sauter l'obstacle ! Le petit vendeur qui achète une pomme pour cinq *cents*, la fait briller et la revend pour six *cents*, c'est une façon de raconter l'histoire de la manière dont on dépasse le seuil. Ce qui rend toutefois l'anecdote invraisemblable, c'est que la quantité y est censée se transformer en qualité, à la suite de progrès minuscules. Ce qui n'est pas nécessairement impossible, mais qui n'est sûrement pas l'expérience commune, qui implique, elle, un bond qualitatif.

Un moyen plus sûr de réaliser ce saut, c'est le casino, ou la loterie. J'y pense quand je vois les clochards de Santa Monica investir au matin les centimes qu'il leur reste, une fois la nuit passée, en billets de loterie. La probabilité de gagner est faible, mais au niveau du système capitaliste auquel ils ont accès, et contrairement à ce qu'imaginent les tenants du choix économique rationnel, l'investissement est judicieux : s'il se concrétise, il permet le saut par-dessus la barre du seuil de pauvreté. Et, de ce point de vue, la Bourse pour le boursicoteur, ce n'est rien d'autre que la loterie à l'échelle

industrielle : on place son argent sur le long terme, comme vous le conseillent les courtiers, les commentateurs des journaux et même les professeurs de finance de la Wharton School of Business, et ça rapporte gros. Aucun Américain ne s'en étonne.

Et il est vrai que jusqu'ici le rêve américain fonctionne. À une exception près et de taille : ceux qui n'ont pas choisi l'immigration et pour lesquels elle a été forcée. Qui n'ont pas décidé de venir et auxquels, lorsqu'ils ont été libérés – en grande partie par leurs propres soins –, on a menti : on leur avait promis quarante arpents et une mule et on ne les leur a jamais donnés. Pour eux, le seuil demeure psychologique. Si l'on veut obtenir leur intégration dans la nation – ce qui reste encore à prouver, car il faudra dépasser la logique puritaine de l'*élection* –, il faudra d'abord que l'on s'excuse auprès d'eux : premièrement pour l'esclavage, deuxièmement pour la promesse non tenue de la terre et de la mule. Il faudra ensuite des réparations financières : pour que leur capacité à s'en sortir ne dépende pas d'un gain aléatoire à la loterie.

LE SCÉNARIO CATASTROPHE...

Cela dit, l'existence d'une crise ne peut être postulée : elle doit être constatée ; la crise existe ou elle n'existe pas. Et le fait est que nul ne court jusqu'à présent aux abris. Mais l'ensemble des éléments que j'ai présentés rendent éminemment plausible un scénario catastrophe dont je vais présenter maintenant le déroulement. On priera alors les dieux qu'ils en préviennent la matérialisation, car ses conséquences seraient tragiques, débordant de beaucoup les frontières des seuls États-Unis. J'ai attiré l'attention sur la prise de conscience comme moyen de renverser des tendances sinon inéluctables. Mon vœu est que mon texte puisse contribuer à cette tâche : il n'est pas de plus belle réussite pour le sociologue que de s'avérer avoir eu tort, pour avoir signalé à temps le gouffre au bout de la ligne droite où le train, comme un bolide, s'était déjà engagé.

Comme on l'a vu, « le principe de découverte du prix » conduit le capital en excès vers son lieu de fructification optimale. Dans le cas qui nous occupe principalement ici, il s'agit du budget des ménages. La vente à tempérament leur permet, grâce à l'étalement du paiement et en dépit de la charge supplémentaire des intérêts,

non seulement de convoquer les ressources immédiatement disponibles, mais aussi d'hypothéquer une partie des ressources futures en vue de l'achat de biens inaccessibles sans espèces sonnantes et trébuchantes. La mise en gage de leurs avoirs permet aux consommateurs d'acquérir d'autres biens encore. Une limite existe toutefois à l'endettement sécurisé : l'économiste britannique Wynne Godley observe que « l'*equity* [le capital propre captif dans un bien] peut être encaissé, mais seulement aussi longtemps qu'il existe ; le processus est une affaire de tout ou rien¹⁶. » Cela va sans dire et, dans cette mesure, l'endettement supplémentaire ne peut constituer qu'une rallonge d'une taille bien déterminée : celles des avoirs tangibles du ménage, leur capital propre captif dans les biens dont ils sont les propriétaires. Mais toute dette contractée n'est pas sécurisée, c'est-à-dire couverte par l'existence d'un gage qui en constitue la garantie et il n'y a pas d'autre limite à l'endettement non sécurisé que la bonne disposition des banques allouant des prêts personnels et dispensant des cartes de crédit dont elles déterminent le plafond selon des critères dont elles seules détiennent le secret. C'est au prêteur que revient la responsabilité de déterminer ce qu'il lui est prudent d'avancer : à lui de calculer correctement le montant de la prime de risque qu'il convient d'inclure dans le taux d'intérêt qu'il applique. La recherche de son profit n'est pas faite cependant pour l'encourager à la prudence : son bénéfice maximal se rencontre dans le consommateur au bord du gouffre, celui qui dépasse sans cesse la limite de crédit qui lui a été allouée (cette infraction donnant lieu, rappelons-le, à pénalité), mais parvient à chaque fois à effectuer de justesse le versement qui le ramène au-dessous du montant plafond, et cela avec un certain retard mais d'une durée raisonnable (le retard générant lui aussi une pénalité lucrative).

Voici maintenant les étapes du scénario catastrophe.

1. Les consommateurs parviennent par la vente à tempérament, qui n'est rien d'autre qu'un prêt consenti par le vendeur, et surtout par l'emprunt renouvelable qu'autorise la carte de crédit, à dépasser significativement le niveau de dépenses que leurs ressources leur

16. Wynne Godley, « The U. S. Economy : a changing strategic predicament », *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute of Bard College Cambridge Endowment for Research in Finance, mars 2003, p. 6.

permettraient sinon d'atteindre. La capacité des consommateurs à s'endetter est cependant contrôlée par leur cote de crédit : celle-ci baisse significativement quand le rapport de leur dette à leurs revenus augmente. Mais la norme en ces matières évolue selon le risque perçu par les bailleurs de fonds et, alors qu'il y a vingt ans ils renâclaient quand 30 % du revenu d'un ménage était consacré au remboursement de ses dettes, ils considèrent aujourd'hui qu'un niveau de 50 % est parfaitement tolérable.

2. L'endettement des ménages se portant prioritairement sur des biens d'importation, à défaut pour les États-Unis de pouvoir encore produire ces biens de technologie avancée, crée un déficit de la balance commerciale. Celui-ci entraîne une chute de la valeur du dollar. Pour compenser celle-ci, la dette de l'État fédéral (les obligations d'État, les bons du Trésor qu'il émet) doit nécessairement présenter un rendement plus élevé.

Deux cas de figure ici :

2.1. La Chine continue de financer la dette budgétaire américaine en achetant des bons du Trésor et des *mortgage-backed securities* à l'aide de son surplus de dollars et cette demande neutralise la tendance des taux à grimper.

2.2. La Chine cesse de financer la dette budgétaire américaine, alors les taux d'intérêt grimpent.

3. Les paiements des nouveaux contrats de vente à tempérament sont réévalués dans le cadre de la hausse des taux d'intérêt, ce rééquilibrage s'applique en particulier aux prêts hypothécaires. Les dettes qui sont indexées sur les taux variables (par exemple sur le *prime rate*, un taux sur lequel les banques s'accordent et qu'elles consentent aux consommateurs dont la cote de crédit est excellente) sont réévaluées, leur coût augmente. Cela vaut pour les prêts hypothécaires de type ARM (*adjusted-rate mortgages*), c'est-à-dire « prêts hypothécaires à taux ajusté [variable] » et pour les cartes de crédit.

4. Le relèvement du coût des prêts hypothécaires restreint la capacité des consommateurs à emprunter : un paiement mensuel identique n'autorise plus qu'un emprunt d'un montant plus faible. La hausse des taux affecte le marché immobilier résidentiel et le prix des maisons baisse, y compris bien sûr celui de celles qui sont grevées d'une hypothèque. Ce qui conduit les créanciers à réclamer

des *appels de marge*, des réajustements financiers portant sur les dettes dont le logement constitue le gage. La valeur de la maison risque maintenant dans certains cas d'être inférieure au montant du prêt restant dû. Faute de réserves, les familles ne peuvent revendre une habitation dont le prix de vente ne couvrirait plus la somme à rembourser. Leur mobilité en est affectée : il leur est devenu impossible de se déplacer pour s'adapter à un contexte de l'emploi devenu moins clément (les Américains sont davantage enclins que les Européens à plier armes et bagages pour répondre aux vicissitudes du marché de l'emploi).

5. Les ménages ont de plus en plus de mal à faire face à leurs engagements financiers. Leur cote de crédit s'en ressent. Leurs dettes sont réévaluées par leurs créanciers du fait de la baisse de leur cote. Cet accroissement des sommes dues aggrave leur difficulté à acquitter les échéances à venir : les consommateurs sont victimes d'une « falaise de crédit ».

6. Les ménages font d'abord défaut sur les paiements mensuels liés aux cartes de crédit. L'étape suivante est la défaillance sur les paiements mensuels de leur prêt hypothécaire. La marge de tolérance coutumière est de trois mois de retard. Après quatre-vingt dix jours, la procédure de saisie se met en route. Leur maison est remise sur le marché immobilier par leurs créanciers. Comme ils ne sont pas seuls dans leur cas, le nouvel afflux d'habitations saisies contribue à déprimer le marché immobilier encore davantage.

7. Les ménages se déclarent en faillite. Dans le cadre de la nouvelle loi, beaucoup sont obligés de se tourner vers la faillite de « chapitre 13 » avec rééchelonnement de leurs dettes. La plupart échouent rapidement à effectuer les paiements prévus. La loi devient lettre morte. L'État fédéral affligé d'un déficit budgétaire record est incapable de venir à leur secours.

...ET LES RÉPONSES POSSIBLES DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL

Ce qui fait du scénario précédent un scénario « catastrophe », c'est bien sûr l'incapacité de l'État fédéral à pouvoir répondre de la manière qui convient. Or on a vu, en 1933, une Amérique tout aussi calviniste qu'aujourd'hui accepter avec reconnaissance le

programme social-démocrate du New Deal. Ce ne fut pas sans résistance sans doute et le travail de sape d'une Cour suprême conservatrice préfigure ce qui serait une fois de plus le cas aujourd'hui. La balance budgétaire ultradéficitaire que l'on connaît à l'heure actuelle constituerait à tout le moins un frein à un programme d'assistance à la taille des États-Unis, encore qu'en cas de crise il n'y ait plus aucune norme qui vaille : ainsi, durant la Seconde Guerre mondiale, la dette budgétaire américaine atteignait en volume le produit national brut de la nation. Tout dépendrait sans doute de l'attitude de la Chine : continuant de soutenir les États-Unis en raison du marché de consommation qu'ils continueraient de constituer potentiellement, une fois l'abondance revenue, ou bien les ignorant cette fois, car pouvant se contenter désormais de son propre marché intérieur, de ceux de l'Europe et du Japon, et de celui, naissant, de sa future rivale, l'Inde.

De plus, rien n'oblige à penser que la réponse du gouvernement américain en cas de crise grave doive nécessairement faire partie de l'arsenal des solutions déjà connues, celles qui ont été adoptées dans le passé lors de crises du même ordre : le New Deal en particulier constituait pour le pays une voie inédite dans laquelle s'engager. De même, lors de la faillite du fonds d'investissement Long-Term Capital Management en 1998, la mise sur pied d'un « atterrissage en douceur » par une cellule de crise rassemblant tout le gratin de la finance américaine sous la houlette de la Réserve fédérale de New York a représenté une manière inédite d'aborder le problème urgent qui se posait. Roger Loewenstein, l'auteur d'un ouvrage sur la débâcle de Long-Term Capital Management, écrivait : « Si l'on considère isolément l'épisode Long-Term, on a tendance à penser que la Réserve fédérale avait raison d'intervenir [...] mais le cas doit être envisagé pour ce qu'il est en fait : non pas un cas isolé, mais simplement l'exemple le plus récent au sein d'une longue série où une agence gouvernementale (ou le FMI) vient à la rescousse de spéculateurs privés en détresse [...]. Il est vrai que, dans ce cas-ci, l'engagement de la Réserve fédérale était limité et qu'aucun fonds publics ne fut ponctionné. Mais les banques n'auraient pas conjugué leurs efforts si la Réserve fédérale n'avait pas mis en branle son énorme appareil et toute l'étendue de son influence, et, sans cette orchestration, il ne fait aucun doute que Long-Term se serait effondré. On peut supposer que les

banques et d'autres institutions auraient subi des pertes sévères, mais celles-ci n'auraient toutefois pas été aussi importantes que certains l'ont prétendu. Le découvert de Long-Term était sans nul doute gigantesque mais, réparti comme il l'était sur l'ensemble des firmes de Wall Street, ses proportions n'étaient certainement pas apocalyptiques¹⁷. »

Faire apparaître aux yeux de l'imprudent toute l'étendue de son étourderie, c'est là sans doute la manière dont s'y prendrait un maître d'école. Mais il s'agissait ici d'un contexte singulièrement plus vaste : du risque d'effondrement, par un effet de dominos, d'un pan significatif du système financier américain. La probabilité en serait-elle même très faible, comme l'affirme Loewenstein, la suggestion de faire ici un exemple pour enseigner les bonnes manières aux apprentis sorciers est inopportune : dans un cas comme celui-là, le système capitaliste tout entier est en jeu et, qu'on l'aime ou non, sous sa forme domestiquée ou sauvage, sous sa forme modérée ou fondamentaliste, il faut louer ceux qui ont la charge de veiller à son bien-être quand ils mobilisent en cas d'urgence toute la panoplie des moyens dont ils disposent, à l'aide éventuellement d'innovations dans les tactiques mises en œuvre.

CE QU'IL CONVIENDRAIT DE FAIRE

La première chose à faire, on l'aura compris, serait d'éliminer les conditions qui génèrent une bulle financière constante dans le secteur de l'immobilier. Il suffit, pour ce faire, de supprimer le déséquilibre qui fait d'un placement dans ce secteur une opération plus rentable que dans tout autre. Puisque sept ménages sur dix sont désormais propriétaires de leur logement, la priorité devrait être donnée désormais au maintien de ce bon chiffre. Cela ne peut se faire qu'en assurant la relève, et le seul moyen désormais d'y parvenir en raison du décalage actuel entre le revenu des familles et le prix des maisons est d'empêcher celui-ci de grimper davantage. La détaxation des intérêts des prêts hypothécaires comme celle du profit de la vente de l'habitation ont pu historiquement jouer un rôle positif pour faciliter l'accès à la propriété ; mais elles ne contribuent plus

17. Roger Loewenstein, 2000, *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, New York, p. 230.

aujourd'hui qu'à enrichir davantage la classe moyenne (authentique) et il conviendrait donc de les supprimer. Une fois ces subventions éliminées, le principe de « découverte du prix » qui permet à l'épargne d'aller se placer à son lieu de destination optimal du point de vue économique pourra à nouveau jouer librement.

Autre condition à rétablir dans l'immobilier pour éviter sa surchauffe : réintroduire la logique d'un apport personnel minimum de 20 %. Deux conséquences positives immédiates à cette incitation : la première, éviter la souffrance de ceux qui, comme c'est le cas aujourd'hui, se portent acquéreurs d'une maison sans disposer des moyens d'en assurer les charges ; et la seconde : supprimer la tentation de les spolier au profit des requins qui pratiquent le *prêt rapace*. Une mesure conservatoire est indispensable d'ici que cette tentation n'ait disparu : réglementer l'activité des *compagnies indépendantes de mortgage*, principales responsables des abus commis dans le secteur sous-prime.

Autre réglementation indispensable : celle qui rendrait impossible le *piggy-back*, cette astuce qui consiste à permettre d'utiliser les fonds propres captifs dans le logement comme source de l'apport personnel, un prêt *home equity* complétant le *mortgage*. L'élimination de la détaxation des intérêts d'un prêt hypothécaire enlèverait d'ailleurs au prêt *home equity* son principal attrait.

Autre tendance néfaste que la suppression de l'avantage fiscal dont bénéficient les intérêts découragerait : la dangereuse désaffectation constatée aujourd'hui vis-à-vis des prêts assortis d'un amortissement au profit des prêts *interest only*.

Un des effets qu'auraient bien entendu les mesures que je propose serait de réduire à néant l'exercice de propagande consistant à prétendre qu'aux États-Unis tout un chacun, y compris les pauvres, peut s'acheter un logement. Pour régler cette question-là, il n'y a malheureusement pas d'autre solution que de rendre les pauvres plus riches, et l'effort qui devrait être consenti est classique, s'exerçant par le biais de l'imposition des revenus. On pourrait par ce moyen contrer le creusement actuellement constaté des disparités de la fortune. Une imposition plus progressive peut contribuer à réaliser cet objectif, mais le moyen de choix, comme le président George W. Bush l'a bien compris quand il réquisitionne à son encontre le personnage débonnaire du fermier, c'est la législation réglant les successions.

Autre mesure qui s'impose : découpler les fonctions des *government sponsored entities* afin qu'elles cessent de servir deux maîtres, le gouvernement d'une part et ses dirigeants et actionnaires de l'autre. Aussi longtemps que ce découplage n'aura pas lieu, on assistera, comme on le constate à l'heure actuelle, au simple transfert des subventions dont elles bénéficient du contribuable à ses dirigeants et actionnaires. Pour réaliser cet objectif, il faudrait procéder à l'inverse de ce que prônent en ce moment l'ensemble des parties impliquées, qui ne pensent qu'à « compléter » la privatisation ratée de Fannie Mae et de Freddie Mac : il conviendrait au contraire de *renationaliser* – oui, je le sais, le mot vaut anathème aux États-Unis – partiellement les GSE.

Et cela signifie, bien entendu, renverser le mouvement de dérégulation qui s'est esquissé à partir des années 1950 et qui a pris son véritable envol sous la présidence de Ronald Reagan. Pour éviter les retours de balancier, il conviendrait de rendre cet effort de réglementation révisable à intervalles réguliers, en explicitant dès l'origine les conditions qui doivent conduire soit à réglementer davantage, soit à déréglementer. Le principe en est après tout bien simple : il s'agit d'éloigner les sociétés de ces zones « critiques » où le moindre incident est susceptible de conduire à la catastrophe. J'en ai d'ailleurs fourni un bon exemple : la logique commerciale qui fait du consommateur au bord du gouffre financier le client idéal des bailleurs de fonds dans le secteur du crédit personnel.

Conclusion

Le capitalisme existe aujourd'hui sous des formes multiples et la version américaine n'en est qu'une parmi d'autres. Mais le capitalisme américain en est la forme la plus achevée et certainement la plus radicale, et c'est pourquoi je l'ai qualifié de « fondamentaliste ».

Ce qui ne signifie pas que les autres nations doivent se désintéresser de l'expérience américaine, et cela au moins pour deux raisons. La première est que le capitalisme est aujourd'hui largement partagé : toutes les nations vivent à des degrés divers sous son régime ; la seconde est que le capitalisme américain est novateur. Certaines de ses innovations sont peut-être des impasses, mais il est possible aussi qu'elles apparaissent comme telles à tort à leurs détracteurs, alors qu'il s'agit simplement avec elles du stade prochain, inéluctable, de l'*avatar* – à proprement parler – sous lequel le système se manifeste quand il se modernise : la simple conséquence, par exemple, d'un progrès technologique que nul ne pourra rejeter sinon à ses dépens.

Cela force les autres nations à se poser en particulier la question de l'inéluctabilité historique de certains de ces facteurs à première vue idiosyncrasiques du capitalisme américain. Autrement dit, et quel que soit par ailleurs leur sort futur dans le contexte de la seule économie américaine, il convient que les autres nations se demandent s'il s'agit, avec ces innovations, de voies de garage où le système américain s'est fourvoyé – et où il leur suffit d'éviter de s'engager à leur tour –, ou bien s'il s'agit au contraire des formes que prend nécessairement la modernisation du système capitaliste.

Je pense en particulier aux progrès dans l'ingénierie du crédit personnel aux États-Unis tels qu'ils se sont manifestés au cours des dix dernières années.

Grâce à une gestion toujours plus affinée de la garantie d'un prêt (le plus souvent constitué de la maison d'habitation familiale), tout capital dont dispose un ménage lui ouvre aujourd'hui la porte à de nouveaux emprunts. Par ailleurs, la plupart de ceux-ci sont maintenant titrisés aux États-Unis, ce qui veut dire que des collections de prêts personnels similaires sont rassemblés puis agrégés sous la forme d'obligations vendues aux institutions financières : les *asset-backed securities* (titres adossés à des actifs) et les *mortgage-backed securities* (titres adossés à des prêts hypothécaires). Cette titrisation remplit deux tâches complémentaires : d'une part, l'accès des consommateurs au crédit est rendu plus aisé puisque l'emprunt est standardisé et devient une formalité aisément et rapidement remplie ; d'autre part, le risque couru traditionnellement par le bailleur de fonds au cas où l'emprunteur fait défaut est maintenant réparti entre les acquéreurs de ces obligations qui évaluent ce risque dans le contexte du profit escompté. Le revers de la médaille réside ici dans la concentration du risque au sein des quelques institutions financières qui détiennent d'énormes portefeuilles de ces obligations.

Je pense aussi à la micro-gestion du profil de risque individuel. Jusqu'au milieu des années 1990, le bailleur de fonds évaluait le risque de non-remboursement qu'il encourait sur ses prêts par une estimation statistique globale des consommateurs, assimilés à une vaste population indifférenciée. Cette estimation, on l'a vu, a été remplacée dans la période qui a suivi par une évaluation probabiliste du comportement des individus envisagés un par un, exprimée dans un nombre unique, *sa cote de crédit*, qui résume l'histoire passée de son endettement. Ce progrès à l'allure scientifique présente cependant deux dimensions problématiques. La première est qu'elle réduit l'individu à ce qui serait l'ensemble de ses prédispositions et enferme son comportement futur dans les limites que son histoire passée a paru tracer. La supposition sous-jacente que ses agissements à venir reproduiront nécessairement leur structure passée contribue à rigidifier les catégories socio-économiques, battant en brèche du même coup certains cycles évolutifs jusqu'ici « naturels » comme le passage, à la fin de l'adolescence, de la bohème à

la maturité économique, ou comme l'intégration progressive des immigrants au sein de la population indigène. La seconde dimension problématique de la mesure personnalisée du crédit est qu'elle crée des effets de seuil où celui qui réussit se voit aspiré dans une spirale ascendante alors que celui qui échoue se voit entraîner au contraire dans un tourbillon qui l'attire inexorablement vers le fond. La mise en faillite personnelle interrompt la chute, et la proportion croissante de la population obligée d'avoir recours à cette issue de secours signale la gravité d'une crise de société, qu'un durcissement de la législation sur la faillite personnelle ne peut que renforcer.

Si la nature inéluctable de ces innovations au sein d'un système capitaliste est reconnue et leurs conséquences jugées souhaitables, il est crucial pour les autres nations d'y souscrire à leur tour, comme une étape nécessaire à leur développement à l'échelle mondiale et cela quel que soit l'avenir du capitalisme américain lui-même. Si leurs conséquences sont au contraire jugées inacceptables, d'autres choix de société doivent alors être envisagés.

Je n'ai pas assigné ici de cause unique à la crise du capitalisme américain ou, pour adopter le jargon propre à la Réserve fédérale, au risque d'une « correction désordonnée » en son sein. On trouve dans la littérature de nombreuses analyses qui privilégient, comme facteurs susceptibles de déclencher cette crise, le déficit de la balance commerciale ou le déficit budgétaire du gouvernement fédéral. J'ai évoqué ces différents éléments mais, comme on l'aura vu, l'image de la crise que j'ai voulu proposer est plus complexe, mentionnant de multiples facteurs et mettant en évidence les influences mutuelles qu'ils exercent les uns sur les autres.

Une « correction désordonnée » est une chose, une crise majeure en est une autre, et ce qui décide en fin de compte de l'évolution de la première en la seconde, c'est la manière dont les acteurs entraînés au sein de la tornade réagissent à la suite d'événements en lesquels ceux-ci se décomposent à leurs yeux. La clé, comme je l'ai dit, réside chez les Pères fondateurs des États-Unis, non pas les auteurs de la Constitution de 1787 – les Washington, Adams, Madison, Jefferson ou Benjamin Franklin –, mais la centaine de « Pèlerins » qui se sont faits les porteurs d'un projet conçu initialement à l'université de Cambridge et qui fondèrent la colonie puritaine de Plymouth en 1620. C'est dans les traits essentiels de leur mentalité qu'il m'a semblé possible de découvrir les composantes

communes, le fonds – susceptible de transformations formelles – qui rend compte aussi bien de John Kennedy que de Richard Nixon, du New Deal que de la *ownership society*, ou qui explique pourquoi, lors des dernières élections présidentielles, un héros de la guerre du Viêt-nam devenu antimilitariste inquiète les Américains bien davantage qu'un tire-au-flanc à la morale élastique auquel Dieu s'adresse souvent selon lui, mais pour ne lui révéler, semble-t-il, que des bobards. C'est Arthur Miller qui m'a ouvert la voie en ressuscitant, dans *Les Sorcières de Salem (The Crucible)*, le souvenir des procès en sorcellerie à Salem dans le Massachusetts en 1692, pour y montrer la manifestation inaugurale de l'infection mentale qui affectait son temps sous la forme du maccarthysme.

Car ce qui apparaît en toute clarté dans cette continuité du puritanisme au cours des siècles, c'est la raison pour laquelle la prospérité engendre en Amérique une société polarisée, manichéiste, inquiétante, fondée sur le « Malheur aux vaincus ! », à partir du credo calviniste que les vainqueurs sont aimés de Dieu et les vaincus détestés par lui, et, *a contrario*, la raison pour laquelle les temps difficiles, en gommant la différence sinon flagrante entre les gagnants (la *upper middle class*) et les perdants (les *trailer trash*, littéralement « les ordures [qui vivent dans des] roulottes »), génèrent au contraire la solidarité de tous dans l'action. La prospérité des années 1980 engendre un Gordon Gekko clamant que « l'avidité est bonne ! » dans le *Wall Street* d'Oliver Stone en 1987, tandis que la misère de la Grande Dépression, dont le souvenir est encore vif en 1946, conduit Frank Capra à réaliser *What a Wonderful Life*, où chaque individu est appelé à réfléchir à la manière dont il a contribué à rendre le monde quelque peu meilleur.

Ce qui émerge de ce portrait contrasté, c'est le visage extrêmement dur que l'on voit aujourd'hui à la société américaine, « colonisatrice » – au sens où on utilise le mot pour désigner une espèce d'insectes envahissants –, mais c'est aussi l'hypothèse de l'existence d'un mécanisme rassurant à l'œuvre en arrière-plan, le contraire du fascisme qui trouve un terrain fertile dans les époques de tumulte. Jusqu'ici, les événements historiques de l'histoire américaine sont compatibles avec mon analyse. Les agents de ces réajustements qui produisent la diversité des formes, ce sont ces étonnants électeurs « indécis » qui, aux jours sombres de 1932, créent le raz-de-marée démocrate qui porte Roosevelt au pouvoir et

qui, vingt ans plus tard, en 1952, sont la cause cette fois du raz-de-marée républicain qui rend possible le maccarthysme. Infirmait au contraire mon analyse une fascisation de l'opinion publique américaine en période troublée, le « Malheur aux vaincus ! » florissant cette fois dans les temps de pénurie.

La raison est sans doute à l'œuvre dans l'histoire sur le très long terme, mais tout demeure possible à l'échelle d'une vie humaine : il suffirait de délais imposés, de temporisations malvenues, de retards structurels, d'un durcissement, par exemple, de la législation de la faillite personnelle au moment même où il vaudrait mieux au contraire l'assouplir, pour qu'une « correction désordonnée » se transforme un jour en une crise majeure. La crainte est justifiée : si les Américains ont montré qu'ils sont toujours prêts à retrousser leurs manches – on pense à la scène finale du *San Francisco* de William S. Van Dyke datant de 1936 où, aussitôt que l'enfant s'est écrié « les feux sont éteints », la foule empoigne pelles et pioches pour descendre du Presidio vers la ville en ruines –, en sens inverse ils ne se sont jamais montrés très forts pour s'abriter avant l'orage, alors même que les gros nuages s'amoncellent déjà – on pense à des catastrophes aussi prévisibles que le krach de 1929, l'attaque terroriste du 11 septembre 2001 ou l'éclatement de la bulle de l'immobilier qui risque fort de ne guère tarder.

Dans ma démonstration, j'ai fait appel au *détournement* : dans un discours de George W. Bush, j'ai substitué au mot « liberté » l'expression de « volonté divine » qui rétablit à sa place ce qui aurait toujours dû s'y trouver, comme le prouve à suffisance l'élimination de l'incohérence qui handicapait le texte avant la substitution. J'ai eu recours aussi à la lecture *symptomale* qui découvre les lacunes d'un texte et restitue à leur place les mots qui manquent. On aura noté, en effet, le grand cas que je fais des analyses d'Alan Greenspan, l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale, sur les questions économiques et financières aux États-Unis : j'ai ainsi rapporté son opinion relative à l'impact du système américain du prêt au logement sur le déficit de la balance commerciale américaine ; j'ai mentionné aussi sa réflexion sur les choix de société qu'imposent les progrès faits en médecine ; j'ai expliqué enfin le rôle qu'il attribue aux insuffisances de la formation dans la répartition inégalitaire de la richesse aux États-Unis. Or, et la chose aura bien sûr échappé à mon lecteur, ces remarques, que j'ai personnellement choisi de

mettre en exergue, sont passées inaperçues des Américains au moment où elles ont été émises. Quand Greenspan s'exprimait, la presse était toujours attentive. Je me livrais quant à moi à un double exercice : je lisais *in extenso* le texte de ses allocutions tel qu'il était publié sur le site Internet de la Réserve fédérale et je lisais également les résumés qu'en proposaient à leurs lecteurs l'agence de presse Reuters, le *Wall Street Journal*, le *New York Times* et le *Los Angeles Times*. Or aucun de ces quatre organes de presse n'a fait état de ces analyses de Greenspan, qui constituent pourtant les pièces maîtresses de ma propre argumentation : aux yeux de tous, elles ont dû apparaître comme des commentaires incidents, inessentiels, comme des apartés au sein d'allocutions consacrées à des sujets autrement plus dignes d'attention. La lecture *symptomale* consiste en cela.