

La pensée, le retour ! – Pour une fin des transitions molles

Rencontres avec des hommes remarquables recevait Paul Jorion le 22 octobre 2009.

Par Pascale Desnos



Paul Jorion est docteur en Sciences Sociales de l'Université Libre de Bruxelles, diplômé en sociologie et en anthropologie sociale. Il a enseigné aux Universités de Bruxelles, Cambridge, Paris VIII et à l'Université de Californie à Irvine. Il a également été fonctionnaire des Nations Unies (FAO), participant à des projets de développement en Afrique. Paul Jorion a travaillé de 1998 à 2007 dans le milieu bancaire américain en tant que spécialiste de la formation des prix. Il avait préalablement été trader sur le marché des futures dans une banque française.

“On avait conscience que cette crise était différente des précédentes et qu'elle allait mal se passer. Pour autant, aucun des systèmes prévisionnels mis en place n'a révélé qu'il y avait lieu de s'inquiéter...”! Paradoxe incroyable de cette période 2005/2007, qui associe une sophistication des outils prévisionnels jamais égalée... à une maille d'analyse rendue myope par sa complexité, par une transposition trop systématique des interprétations qui valaient pour les phénomènes du passé, sans loupe pour intégrer les nouveautés. Paul Jorion analyse la genèse de cette crise et les enchaînements de causes à effets.

Le fond est finalement la seule analogie avec 29

Aux États-Unis, le patrimoine est concentré dans peu de mains : même si ce pays revendique le fait qu'il n'existe qu'une vaste classe moyenne, un tiers de la richesse est détenue par 1 % de la population et 50 % de la population se partage 2,8 % du patrimoine. Plus qu'une curiosité, ces chiffres expliquent le besoin structurel de “vie à crédit” pour les ménages comme pour les entreprises.

Dans un tel contexte, l'immobilier, avec sa promesse perpétuelle de profit annuel à 17 % au plus haut de la bulle, devenait une porte de salut. Il fallait juste que cela ne s'arrête jamais, les vagues d'immigrants devenant des nouveaux entrants. Comme pour la pyramide de Madoff, cela n'a pas été le cas.

L'irrésistible attirance des revenus financiers à court terme

À la fin des années 90, dans l'esprit d'aligner les intérêts des dirigeants d'entreprise avec ceux des investisseurs, une innovation avait pris forme avec les stock-options. Cette tactique a bien fonctionné pour ces deux groupes de la société civile mais elle a eu pour conséquence de jouer le profit immédiat au détriment des salariés dont les revenus stagnaient. Également au détriment de l'équilibre des richesses avec le reste de la population et de l'économie, en général.

La proportion de richesse récoltée par le milieu financier s'est envolée. Il y a 20 ans aux États-Unis, 15 % des revenus étaient dus à la finance. En 2007, ce ratio était supérieur à 40 %.

Le cas de l'immobilier aux États-Unis et l'envol de la titrisation

Vers 1996, un processus de "cavalerie" s'est mis en place sur le marché immobilier US ; des ménages de moins en moins fortunés accédaient à la propriété. Vers 2004, les subprimes ont ouvert l'accès à la propriété à de nouvelles recrues : les personnes qui n'avaient pas d'argent.

L'idée de diluer le risque de non-remboursement en "titrisant" sous forme d'obligations – produit financier bien connu, donc "inoffensif" – a été une erreur conceptuelle forte car elle supposait une dispersion du risque dans le temps, incompatible avec une dynamique de bulle : lorsque la bulle éclate, les sinistres arrivent en même temps, contrairement au marché de l'assurance pour lequel les sinistres ne sont pas simultanés.

Ainsi, l'industrie du crédit a pris des proportions inouïes, sur un socle bien fragile qui s'est effondré avec la stagnation des salaires. La solution classique eût été, selon un journaliste américain, de "*privatiser les profits et de socialiser les pertes*". Mais cette solution – qui, à sa manière, aurait contribué à une certaine forme de régulation – n'était plus possible du fait de l'ampleur des sommes concernées.

Dernier tango à Beijing

Historiquement indexés sur des taux à 10 ans, les crédits hypothécaires reformatés en obligations (une obligation = environ 3000 crédits hypothécaires de particuliers) ont attiré les investisseurs chinois qui ont investi en masse dans ces produits, faisant alors baisser les taux d'intérêt sur l'immobilier et devenant ainsi les véritables financiers de ce secteur.

Les économies faites de cette manière par les consommateurs américains ont été consacrées à l'achat de produits fabriqués... en Chine.

Les profits mirifiques de la finance ne provenaient pas uniquement de l'immobilier : les spéculations sur les matières premières, en particulier le pétrole, ont également apporté leur contribution, captées "à la pompe". Ces flux ont contribué à augmenter la part des revenus financiers au détriment de la production économique.

Quand les systèmes font aussi des bulles

Les modèles prévisionnels ont continué à faire des projections positives, en appliquant des stratégies de couverture fondées sur des corrélations historiques, adossées au réel des 10 années précédentes. Pour autant, aucun modèle mathématique ne prenait en compte le fait que les prix immobiliers pouvaient baisser. Et quand bien même ils l'auraient fait, les évolutions constatées sur les quelques mois précédents auraient été complètement noyées par le lissage sur 10 ans. Et comme toutes les institutions utilisaient les mêmes modèles imparfaits, les autorités de tutelle ont continué de les autoriser alors qu'elles en connaissaient les limites.

Par ailleurs, la finance a fait appel, dans les années 90-95, à une forte population d'ingénieurs, de scientifiques de toutes provenances. Les modèles sont devenus compliqués. Les compétences habituelles des établissements financiers et des banques ont eu du mal à suivre. En 2005-2006, les instruments financiers dépassaient notre capacité collective d'entendement. Conjointement, leur informatisation permettait de réagir à la microseconde. Des positions étaient prises sur la base d'explications trop simplifiées et peu éclairées.

Que faire ?

Pour Paul Jorion, l'essentiel serait de supprimer radicalement les liens pervers de la fonction "parasitaire" de la finance sur l'économie. Dans cet esprit, une des premières mesures à prendre serait d'interdire les paris sur fluctuations de prix, sans sous-jacent dans l'économie. La finance en serait transformée et donc l'économie aussi.

Voir les autres comptes-rendus des [Rencontres avec des Hommes Remarquables](#) sur le site de l'Association des diplômés HEC.