

HÉLÈNE REY

Deux parallèles avec les années 1930

[11/02/09]

Il y a des parallèles dérangeants entre la crise des années 1930 et la période actuelle. D'abord, la déréglementation financière. Entre 1909 et 1930, le secteur financier aux Etats-Unis était une industrie à hauts salaires employant des travailleurs très qualifiés. Comme l'ont montré Thomas Philippon et Ariell Reshef (1), la hausse des salaires est allée de pair avec la complexification des tâches et la déréglementation du secteur. Le parallèle avec la période récente et sa vague de déréglementation des années 1980 s'impose. Les étudiants de Harvard qui travaillaient dans le secteur financier gagnaient en moyenne presque trois fois plus que leurs camarades en 2006, même si l'on tient compte de leurs parcours scolaires spécifiques (2). Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que si seulement 5 % des hommes diplômés de Harvard avaient choisi la finance en 1969-1972, ils étaient environ 15 % à aller à Wall Street entre 1988 et 1992. Tout se passe comme si l'allègement des règles de la finance conduisait à complexifier les produits, à stimuler la créativité des intervenants (pour le meilleur et pour le pire) et à attirer des travailleurs hautement qualifiés dans le secteur. Les salaires relatifs des financiers ont augmenté avec la déréglementation des années 1980, tout comme au début du XXe siècle. Philippon et Reshef estiment que les banquiers étaient payés 40 % de plus en 2006 que ne le justifiaient leur capital humain et les risques inhérents à leur métier. Un calcul similaire montre que les salaires relatifs des banquiers étaient d'environ 30 % trop élevés dans les années 1930.

Peut-on anticiper le destin du secteur financier des années 2000 en tirant les leçons de l'expérience des années 1930 ? Lors de la phase intense de réglementation qui a suivi la Grande Dépression, beaucoup de salariés qualifiés sont partis travailler ailleurs que dans la finance, où les salaires étaient devenus bien moins attractifs. Si le même phénomène s'observe cette fois-ci, il aura des effets positifs. Les régulateurs des marchés financiers pourront enfin embaucher une main-d'oeuvre qualifiée à prix raisonnable, eux qui n'arrivaient jamais à suivre l'innovation financière par manque de capital humain. Quant aux jeunes diplômés, ils auront désormais des incitations à déployer leurs talents dans des secteurs divers et variés plutôt qu'à se ruer sur Wall Street ! Cela ne peut qu'améliorer le bien-être collectif.

Le deuxième parallèle dérangeant avec les années 1930 porte sur le risque de déflation. Larry Summers, qui dirige le Conseil économique national de l'administration Obama, a reconnu que le risque d'une chute des prix était désormais bien réel. De nouvelles projections montrent que la différence entre PIB potentiel et PIB réel sera d'environ 2.000 milliards de dollars aux Etats-Unis en 2009 et 2010. En clair, une large partie de la capacité de production restera inutilisée. La relance budgétaire ne pourra combler qu'une partie de cet énorme écart. Outre une hausse sévère du chômage, la baisse de l'activité va se traduire par une baisse des prix et le risque d'une nouvelle spirale déflationniste. Lisons à nouveau Irving Fisher, professeur d'économie à Yale,

qui écrivit en 1933 un article célèbre sur la Grande Dépression (3). Fisher souligne que plusieurs facteurs se conjuguent pour enclencher une dynamique économique désastreuse : un surendettement généralisé pousse à la liquidation des dettes à prix cassés ; les dépôts bancaires se contractent et la vitesse de circulation de la monnaie diminue ; cela conduit à la baisse des prix ; les profits diminuent et les faillites augmentent ; les revenus, l'emploi et le commerce décroissent ; le pessimisme s'installe et les agents économiques n'achètent plus et n'investissent plus ; ils amassent des liquidités qu'ils n'utilisent pas ; la vitesse de circulation monétaire diminue encore, les prix chutent encore, etc. Dans une économie en déflation, les acteurs économiques subissent un effet redoutable : plus ils remboursent leurs dettes, plus la valeur réelle des dettes qui leur restent augmente à cause de la baisse des prix. En d'autres termes, la valeur des dettes diminue moins vite que les prix. Au stade actuel, les écrits de Fisher font froid dans le dos.

Hélène Rey est professeur à la London Business School.

(1) Thomas Philippon and Ariell Reshef, « Skill Biased Financial Development : Education, Wages and Occupations in the US Finance Sector », New York University Stern, décembre 2008.(2) Claudia Goldin and Lawrence Katz, « Transitions : Career and Family Life Cycles of the Educational Elite », « American Economic Review », 2008.(3) « The Debt Deflation Theory of the Great Depression », « Econometrica », 1933