

LES CRISES FINANCIÈRES COMME CONFLIT DE TEMPORALITÉS

Robert Boyer

Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.) | *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*

2013/1 - N° 117
pages 69 à 88

ISSN 0294-1759
ISBN 9782724633337

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-vingtieme-siecle-revue-d-histoire-2013-1-page-69.htm>

Pour citer cet article :

Boyer Robert, « Les crises financières comme conflit de temporalités »,
Vingtième Siècle. Revue d'histoire, 2013/1 N° 117, p. 69-88. DOI : 10.3917/vin.117.0069

Distribution électronique Cairn.info pour Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.).

© Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.). Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Les crises financières comme conflit de temporalités

Robert Boyer

Objets et méthodes des économistes et des historiens différent. Mais les crises financières viennent bouleverser les habitudes et bousculer les traditionnels partages disciplinaires. Cet article propose une nouvelle interprétation des cycles qui porte l'accent sur le conflit entre les différentes temporalités et sur la dialectique entre mémoire et oubli qui sont à l'origine des crises. Ce faisant, il met en cause l'unicité du temps des économistes, appelle à une meilleure prise en compte de l'interpénétration des sphères politique, sociale, économique et financière, et milite pour une intégration accrue des sciences sociales.

Dans le milieu des années 2000, l'économie mondiale et la plupart des pays semblaient avoir trouvé un nouveau cours caractérisé par une croissance rapide, une modération de l'inflation et une notable réduction de la pauvreté pour nombre d'économies en phase d'industrialisation. Faisait presque consensus, parmi les économistes et les financiers, l'idée que l'internationalisation, l'innovation et la globalisation financière avaient apporté une stabilité sans précédent aux économies de marché. Cette période, qualifiée de Grande Modération¹, née de l'alliance des politiques de libéralisation, de l'expertise des économistes et de

la finance de marché avait ouvert une époque sans précédent, marquée par la disparition des cycles et plus encore des grandes crises. Bien que certains craquements prémonitoires aient été perçus par quelques analystes, présentés comme des Cassandre, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 apparut comme un événement défiant l'entendement, tellement exceptionnel qu'il n'aurait dû se produire qu'une fois par siècle, déclara Alan Greenspan, alors gouverneur de la FED, la banque centrale américaine. Les travaux d'histoire économique autorisent une interprétation bien différente, sans doute parce que les objets et les méthodes respectives de l'économiste et de l'historien ne sont pas les mêmes. Si on mesure la richesse des analyses suscitées par les recherches sur les crises financières, ce n'est pas le thème du présent article. Fidèle à l'objectif de ce numéro, il entend proposer et développer une hypothèse centrale : le conflit entre diverses temporalités est au cœur des crises financières et c'est l'absence de prise en compte de leur interdépendance qui explique pour une large part l'incapacité des théorisations à fournir une explication satisfaisante de ces épisodes.

Économistes et historiens face aux crises financières

Depuis les années 1960, les économistes sont engagés dans un effort sans précédent de théorisation, modélisation et même d'axiomatisation de leur discipline à partir d'un petit

(1) James H. Stock et Mark W. Watson, « Has the Business Cycle Changed and Why ? », 2002, <http://www.nber.org/papers/w9127> (5 novembre 2012).

nombre d'hypothèses centrales. C'est dans ce contexte qu'ils ont élaboré, à partir des années 1980, une nouvelle macro-économique classique fondée sur l'hypothèse d'un auto-équilibre d'une économie de marché soumise à la récurrence de chocs réputés exogènes¹. Ces hypothèses ont été démenties par les enchaînements observés de 2008 à 2012, pour l'économie américaine en particulier².

La démarche des historiens est *a priori* bien différente : ils se proposent d'explicitier la diversité des enchaînements qui conduisent à une crise financière particulière, par exemple celle de 1929³. Ils n'hésitent pas à mobiliser diverses sources, au-delà même de la construction de séries économiques. Leurs conclusions tiennent toujours le plus grand compte du contexte, de sorte qu'ils demeurent très prudents en matière de généralisation, qui ne peut être tentée qu'après la compilation d'un nombre conséquent de recherches⁴. Charles P. Kindleberger est l'un des auteurs les plus emblématiques de cette approche, dans la mesure où ses recherches ont fait le lien entre les travaux historiques et la théorisation des mécanismes qui conduisent aux bulles financières et à leur éclatement, bref à l'instabilité de la finance dans le capitalisme moderne : c'est sans doute l'une des meilleures synthèses en matière d'histoire et de théorie des crises financières.

Impressionnés par la rapidité et la stabilité de la croissance de l'après Seconde Guerre mondiale, historiens et économistes ont d'abord collaboré en cherchant des facteurs susceptibles d'expliquer le relatif blocage de la croissance dans les périodes antérieures. Ce fut l'époque

de la cliométrie c'est-à-dire l'application de la théorie de la croissance⁵ et des techniques économétriques aux données collectées sur les siècles précédents, par exemple sur l'économie française du 19^e siècle⁶. Dans cette approche, les cycles et la grande crise de 1929 étaient interprétés comme de simples écarts (accidentels) par rapport à un modèle valable sur la longue période. En effet, au sein des théories économiques, rares sont les problématiques qui permettent d'expliquer simultanément le profil cyclique et les tendances de longue période.

Ce fut la contribution de Joseph Schumpeter⁷ : pour lui, certaines innovations technologiques ou organisationnelles majeures ont le pouvoir de lancer une phase de croissance dont le mûrissement conduit à une phase ultérieure de dépression au cours de laquelle les institutions économiques finissent par s'adapter au nouveau paradigme productif. En un sens, ce cadre analytique était susceptible de rendre compte des ondes longues d'une durée d'environ un demi-siècle, mises en évidence par des travaux purement statistiques et inductifs⁸. Les théories évolutionnistes contemporaines ont prolongé cet héritage en l'étendant aux paradigmes productifs ultérieurs et ont donné une interprétation originale de la période contemporaine⁹.

(5) Robert M. Solow, « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), 1956, p. 65-94.

(6) Maurice Levy-Leboyer, François Bourguignon, Jesse Bryant et Virginie Perotin, *The French Economy in the Nineteenth Century : An Essay in Econometric Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.

(7) Joseph Schumpeter, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (1911), Leipzig, Duncker & Humblot, 1912 ; trad. fr., *id.*, *Théorie de l'évolution économique : recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture* (1911), préf. de François Perroux, trad. de l'all. par Jean-Jacques Anstett, Paris, Dalloz, « Collection scientifique d'économie politique, 6 », 1926, 1983.

(8) Nikolai D. Kondratieff et Wolfgang F. Stolper, « The Long Waves in Economic Life », *Review of Economics and Statistics*, 17 (6), 1935, p. 105-115.

(9) Carlota Perez, *Technological Revolutions and Financial Capital : The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Cheltenham, Elgar, 2002.

(1) Robert E. Lucas, *Studies in Business Cycle Theory*, Cambridge, MIT Press, 1983.

(2) Robert Boyer, *Les Financiers détruiront-ils le capitalisme ?*, Paris, Economica, 2011.

(3) Charles P. Kindleberger, *La Grande Crise mondiale, 1929-1939*, Paris, Economica, 1986.

(4) Charles P. Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Paris, P.A.U., 1994.

Avec la résurgence des crises financières, d'abord en Amérique latine et en Asie puis au cœur même du monde développé et finalement aux États-Unis, l'histoire des crises financières en longue période suscite l'intérêt conjoint de quelques économistes et des historiens¹. Ils se sont d'abord attachés à revisiter les travaux fondateurs en développant des interprétations alternatives et, plus récemment, ils ont replacé la crise dite des *subprimes* dans une chronologie séculaire, tantôt pour en extraire des mécanismes invariants², tantôt pour souligner les différences entre la crise actuelle et celle de 1929³.

Les grandes crises comme moments de haute théorie

Pour les économistes théoriciens, les crises sont déterminantes à double titre. D'une part, elles montrent que les prédictions tirées des modèles qui font consensus dans la profession s'avèrent grossièrement erronées. Ainsi, en 2008, les macro-économistes américains prévoyaient une poursuite de la croissance à un taux soutenu, ils furent incapables d'anticiper la sévérité de la crise associée à la faillite de Lehman Brothers⁴. Ce moment a donc joué comme une invitation à faire retour sur quelques-unes des hypothèses de ces modèles. Mais d'autre part, les crises engendrent une remise en cause plus fondamentale encore, puisqu'elle concerne l'un des axiomes de la théorie, en l'occurrence celui qui postule la stabilité structurelle d'une économie de marché. Au-delà même des spé-

cifications techniques, c'est donc le cœur de la théorie qui se trouve ici déstabilisé. Un tel *aggiornamento* est intervenu dans les années 1930 et on peut anticiper qu'un mouvement équivalent est en cours⁵.

Il est en effet éclairant de revenir sur les avancées théoriques intervenues au cours des années 1930 en réponse à la surprise que constitua la dépression observée de 1929 à 1932. L'interprétation dominante analysait alors le chômage comme volontaire, résultant du postulat de l'équilibre des offres et demandes sur le marché du travail⁶. Un chômage durable et de masse ne pouvait donc s'expliquer que par un blocage des mécanismes de marché du fait, par exemple, d'une rigidité des salaires nominaux ou d'une irrationalité de la politique économique maintenant des déficits publics trop élevés. Or cette interprétation était démentie par l'observation, en particulier, l'absence d'un retour au plein-emploi alors que chutaient les salaires nominaux. John Maynard Keynes lui-même considérait appartenir à cette tradition : dans *A Treatise on Money* (1930)⁷ le chômage n'était que cyclique et frictionnel, et non permanent et de masse. Il entreprit de lever ceux des axiomes de la théorie classique qui empêchaient de comprendre un phénomène aussi essentiel. Après plusieurs années d'efforts et de réflexions collectives au sein de l'Université de Cambridge, il aboutit à son œuvre majeure, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936)⁸. Ce sont les anticipations gou-

(1) Barry Eichengreen et Michael D. Bordo, « Crises Now and Then : What Lessons from the Last Era of Financial Globalization », *NBER Working Paper*, 8716, janvier 2002.

(2) Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

(3) Barry Eichengreen et Kevin H. O'Rourke, « A Tale of Two Depressions », *Vox*, 1^{er} septembre 2009.

(4) Volker Wieland, « Model Comparison and Robustness : A Proposal for Policy Analysis after the Financial Crisis », working paper, Université Goethe de Francfort-sur-le-Main, 28 novembre 2010.

(5) Roger Backhouse, « Responding to Economic Crisis. Macroeconomic Revolutions in the 1930s and 1970s », working paper, Birmingham, présenté au colloque « The Future of the Global Economy : A Symposium on the Financial Crisis and its Consequences for Growth and Prosperity », Lund, 2 septembre 2011.

(6) Arthur C. Pigou, *The Theory of Unemployment*, Londres, Macmillan, 1933.

(7) John Maynard Keynes, *A Treatise on Money*, New York, Harcourt, 1930.

(8) John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1936.

vernent la formation de la demande effective qui expliquent le niveau d'emploi, et elles peuvent impliquer la persistance d'un chômage involontaire. Le déficit public, loin d'être la cause du chômage devient l'un des instruments pour restaurer le plein-emploi. Ainsi, nombre d'indices montrent que la naissance de la macro-économie keynésienne est fille de la crise des années 1930.

Une rupture équivalente est intervenue lors de l'éclatement de la crise dite des *subprimes* : dans le modèle canonique sur lequel s'accordait la majorité des économistes, une chute de l'activité économique d'une telle ampleur ne pouvait provenir que de circonstances exceptionnelles, par exemple un choc négatif de productivité affectant le secteur de la construction. Le pronostic était donc celui d'un rapide retour au sentier de croissance de long terme de l'économie américaine. Il fut démenti par un ralentissement de la reprise économique dès 2011 : il s'agissait non d'une récession plus profonde que les précédentes, mais d'une crise systémique et structurelle, d'une grande crise au sens de la *Théorie de la régulation*¹. Les communautés académiques rassemblant les économistes sont restées quelque peu silencieuses, aucune n'a déclaré ouverte une crise de la macro-économie contemporaine. Seules quelques individualités ont reconnu l'ampleur de la faillite intellectuelle de la profession, comme Ricardo Caballero, professeur d'économie au Massachusetts Institute of Technology (MIT), ou Narayana Kocherlatoka, membre de la FED.

La théorie économique contemporaine se trouve donc confrontée à une crise équivalente à celle des années 1930. Pour l'instant, de façon dispersée, les économistes sont à l'œuvre afin de modifier les hypothèses invalidées

par la crise des *subprimes*. Peut-on imaginer que ces efforts produisent la synthèse attendue à l'échelle d'une décennie ? Si les processus à l'œuvre sont pour partie analogues, la professionnalisation et la diversification de la discipline économique introduisent nombre de nouveautés par rapport à l'entre-deux-guerres². On mesure néanmoins l'impact des crises sur l'histoire de la discipline économique.

Les crises comme prisme d'analyse du capitalisme

Les crises ont pour vertu de passer au crible les représentations, les théories et les pratiques, et d'apporter des éclairages à divers niveaux sur le fonctionnement des régimes socio-économiques. Elles marquent, tout d'abord, une césure entre une période faste et un renversement brutal de la conjoncture économique ; elles ouvrent à la confrontation des vues sur l'avenir des acteurs et mettent à l'épreuve des théories et paradigmes qui, antérieurement, donnaient toute satisfaction, puisque les prévisions que l'on pouvait en tirer s'avéraient conformes à l'observation. Dès lors, la crise n'est plus mise en relation avec la période de croissance antérieure, mais avec les paniques bancaires et effondrements financiers des siècles précédents : panique de 1907³, Grande Dépression de l'entre-deux-guerres⁴.

Elles présentent, ensuite, un deuxième intérêt. Alors que la cohérence du système économique semblait aller de soi, l'éclatement de la

(2) Roger Backhouse, « Birmingham... », *op. cit.* ; Robert Boyer, « La discipline économique des années 1930 à nos jours : d'un espoir prométhéen à une dramatique révision », *Le Débat*, 169, mars-avril 2012, p. 148-166.

(3) Robert Bruner et Sean Carr, *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, John Wiley, 2007.

(4) Par exemple, John Kenneth Galbraith, *The Great Crash 1929*, Boston, Houghton Mifflin, 1954 ; trad. fr., *id.*, *La Crise économique de 1929 : anatomie d'une catastrophe financière*, Paris, Payot, 1989 ; Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2005.

(1) Robert Boyer et Yves Saillard, *La Théorie de la régulation : l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 1995, nouv. éd. actualisée 2002.

crise et le brutal renversement de la conjoncture économique mettent au premier plan la complexité des interactions entre la sphère économique, le domaine politique et leur articulation à la société. Si, avant que n'éclate la crise, certains acteurs privés avaient tendance à réclamer un retrait de l'État des affaires économiques, voilà qu'ils se tournent vers lui pour garantir les dépôts bancaires et restaurer la stabilité financière, décider de programmes de soutien à l'activité économique pour limiter les risques de dépression et le développement d'un chômage de masse. Mais simultanément, l'opinion publique peut s'opposer au renflouement des grandes institutions financières, dont la stratégie risquée a précisément conduit à la crise. Alors que, dans le monde académique, la tendance était à l'extrême spécialisation par disciplines, l'entrelacement des processus financiers, économiques et finalement sociaux et politiques plaide pour une plus grande intégration des sciences sociales. C'est d'ailleurs le message récurrent des chercheurs qui se sont intéressés à l'évolution des banques et des systèmes financiers nationaux¹ ainsi qu'à l'intermédiation financière au niveau international².

Troisième caractéristique intéressante, les crises financières posent à nouveaux frais la question des relations entre les stratégies que déploient les acteurs dans les diverses sphères et les conséquences de leur conjonction au niveau de la société tout entière. En effet, rétrospectivement, les analystes s'aperçoivent qu'au-delà de l'apparence d'évolutions macro-économiques régulières et maîtrisées, un système bancaire fantôme a développé son activité à un rythme effréné, inondé l'économie

de produits financiers dangereux et favorisé la crédibilité et la légitimité de fonds d'investissement basés sur des schémas frauduleux de type Ponzi³. Ces financiers ont rencontré l'adhésion d'une nouvelle génération de spéculateurs : ainsi, aux États-Unis, certains groupes sociaux auparavant exclus du crédit hypothécaire, purent y avoir accès. Les crises financières montrent donc que la question des relations entre analyses micro-économiques et théorisations macro-économiques n'a pas encore trouvé de solution satisfaisante⁴.

Enfin, les grandes crises économiques et financières constituent des marqueurs historiques. Pendant l'âge d'or de l'après Seconde Guerre mondiale, caractérisé par une forte croissance et l'atténuation des cycles économiques, quelques chercheurs se demandèrent si la crise de 1929 pouvait se reproduire et entraîner des conséquences comparables⁵. Lorsqu'en décembre 1987, le marché boursier américain s'effondra dans une proportion équivalente à celle du jeudi noir de 1929, cette angoisse traversa tous les acteurs des marchés financiers et les responsables politiques. Mais ce n'était qu'une fausse alerte : il ne s'agissait que de l'équivalent d'un bogue informatique lié à l'introduction simultanée de logiciels de couverture du risque, sans qu'aucune mauvaise nouvelle émanant des firmes ou de l'économie nationale ne justifie une telle chute. Le spectre de 1929 se présenta à nouveau lorsque, en 2001, éclata la bulle Internet, mais la rapidité de réaction des autorités publiques limita les conséquences défavorables de son éclatement. À nouveau, lors de la bulle immobilière américaine, les craintes d'une répétition à l'identi-

(1) Jean Bouvier, *L'Historien sur son métier : études économiques, XIX^e-XX^e siècles*, Paris, EAC, 1989.

(2) Par exemple, Marc Flandreau et Frederic Zumer, *The Making of International Finance*, Paris, OECD, 2004 ; Youssef Cassis, *Les Capitales du capital : histoire des places financières internationales, 1780-2005*, Paris, Éd. Champion/ Éd. du Seuil, 2008.

(3) Robert Boyer, *Les Financiers...*, *op. cit.*

(4) Ricardo Caballero, « Macroeconomics after the Crisis : Time so Deal with the Present-of-Knowledge Syndrome », *Economic Perspectives*, 24 (4), octobre 2010, p. 85-102.

(5) Hyman Minsky, *Can it Happen Again ? Essays on Instability and Finance*, New York, M. E. Sharpe, 1982.

fique des enchaînements dramatiques de l'entre-deux-guerres se manifestèrent, mais ce pronostic rentra en concurrence avec la possibilité d'une longue stagnation de l'économie américaine, sur le modèle de la décennie japonaise perdue des années 1990¹. Enfin, au cours des discussions sur les solutions à apporter à la crise des dettes publiques européennes, il semble significatif que les responsables allemands appréhendent les risques d'un retour de l'inflation, redoutant la répétition de l'hyperinflation de 1923, encore tellement présente dans les représentations sociales de ce pays. Cet épisode est crucial pour la compréhension de l'une des questions les plus fondamentales et difficiles de la théorie économique : d'où vient la confiance en une monnaie²?

Pour une large part, les difficultés de l'économiste face aux crises tiennent à la prise en compte fort imparfaite du temps historique. La temporalité des économistes n'a pas suscité, sauf exception³, de réflexions équivalentes à celles menées sur le temps des historiens⁴.

Le piège du temps calendaire face à la multiplicité des temporalités

Pour la clarté des développements qui suivent, il importe de rappeler quel est le traitement du temps qu'adoptent respectivement les théoriciens et les praticiens de l'économie.

Aux fondements de l'économie politique se trouve la question de la main invisible : com-

ment expliquer que la poursuite de leurs intérêts par chacun des agents ne conduise pas au chaos mais à un équilibre économique ? La question d'Adam Smith (1776)⁵ trouve un début de réponse dans *Éléments d'économie pure* de Léon Walras (1874)⁶ puis une solution élégante et rigoureuse dans la *Théorie moderne de l'équilibre général* de Gérard Debreu (1954)⁷. Un équilibre existe et correspond à un optimum, si et seulement si sont satisfaites différentes conditions, au demeurant fort restrictives par rapport aux caractéristiques des économies réellement existantes : atomisticité de la concurrence, connaissance commune de la qualité des biens et des services échangés, absence de rendement croissant, inexistence de biens publics et complète indépendance entre efficacité économique et équité⁸. Mais on oublie souvent de mentionner une hypothèse cachée, et pourtant de la plus grande importance : toutes les transactions, quelle que soit leur nature (produit, service du travail, capital, etc.), interviennent simultanément, de sorte que n'existe qu'une seule temporalité. En effet, dès lors que l'on introduit une séquence de transactions, le processus correspondant, dit tâtonnement, ne converge vers un équilibre que sous des conditions encore plus restrictives. Ainsi, implicitement, Léon Walras avait extrapolé les propriétés des marchés boursiers à l'ensemble de l'économie. Dans ce monde imaginaire, aucun des mécanismes mis en évidence dans le présent article ne peut se manifester, de sorte que les crises sont par hypothèse exclues. Or n'est-il pas ironique que la macro-économie moderne

(1) Richard Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recession*, Hoboken, John Wiley, 2008 ; Ben Bernanke, « Japanese Monetary Policy : A Case of Self-Induced Paralysis ? », in Ryoichi Mikitani et Adam S. Posen (dir.), *Japan's Financial Crisis and its Parallels to US Experience*, Washington, Peterson Institute for International Economics, special report 13, septembre 2000, p. 149-166.

(2) André Orléan, *L'Empire de la valeur : refonder l'économie*, Paris, Éd. du Seuil, 2011.

(3) Joan Robinson Violet, *Philosophie économique*, Paris, Galilée, 1967.

(4) François Hartog, *Régimes d'historicité, présentisme et expériences du temps*, Paris, Éd. du Seuil, 2003, 2012.

(5) Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations), Londres, W. Strahan and T. Cadell, 1776.

(6) Léon Walras, *Éléments d'économie pure*, Lausanne, Corbaz, 1874.

(7) Gérard Debreu, *Théorie de la valeur*, Paris, Dunod, 1954.

(8) Bruna Ingrao et Giorgio Israel, *The Invisible Hand : Economic Equilibrium in the History of Science*, Cambridge, MIT Press, 1990.

ait pris pour base des modèles simplifiés, directement inspirés par la théorie de l'équilibre général ? Dès lors, les crises ne peuvent survenir que comme conséquence d'influences extérieures au système économique, par exemple suite à la chute de la productivité ou à la perte de confiance en la solidité du système financier¹. Il suffit que ces chocs disparaissent, pour que l'économie retourne à l'équilibre. De façon imagée, les auteurs correspondants se rangent à une conception d'un temps stochastique et de ce fait réversible. Mais leur pronostic a en fait été fermement démenti par la crise dite des *sub-primes*. Nombreux sont les facteurs d'irréversibilité qui concernent la décision d'investissement, l'existence de techniques à rendements croissants ou encore la prévalence de normes et d'organisations sociales². En l'occurrence, les grandes crises économiques témoignent de ces irréversibilités : les politiques économiques s'avèrent incapables de retrouver la configuration antérieure de l'économie, beaucoup plus favorable, mais devenue hors d'atteinte.

Pour leur part, les études empiriques appliquées se fondent sur des séries chronologiques obtenues, par exemple, dans le cadre des systèmes nationaux de comptabilité nationale. Dans ce cas, c'est la fréquence d'établissement de ces comptes (l'année, le trimestre parfois le mois) qui établit la base temporelle : les grandeurs ainsi agrégées totalisent une multiplicité de transactions, ramenées à une seule et même période. C'est en quelque sorte la stratégie de construction des données statistiques qui fonde l'unité temporelle. L'utilisateur de ces travaux peut alors avoir l'illusion que toutes les évolu-

tions sont synchrones et seulement perturbées par des retards d'ajustements.

Ainsi, pour des raisons différentes, théoriciens et praticiens sont incités à postuler une unicité du temps économique. Cela introduit un biais fort préjudiciable dans l'analyse de la dynamique des économies. En effet, se télescopent alors des échelles de temps, qui vont de la nanoseconde sur les marchés financiers opérant à travers des automates informatisés, à plusieurs siècles, lorsque l'on tente par exemple de prendre en compte les effets du réchauffement climatique sur les décisions contemporaines d'investissement et d'innovation. Cela conduit à renouer avec l'économie politique anglaise d'Alfred Marshall (1890)³ pour lequel ce sont d'abord les stocks qui ajustent les déséquilibres de la demande de l'offre, puis les décisions de production et d'embauche, enfin l'extension des capacités de production grâce à l'investissement. On passe alors d'une échelle de temps journalière à une période de l'ordre de cinq à sept ans. Mais les décisions de recherche et développement ont un horizon plus long encore, puisque le temps qui sépare par exemple la conception d'un nouveau médicament à sa mise sur le marché peut atteindre entre quinze et vingt ans. Les institutions économiques qui encadrent l'activité des agents privés ont elles-mêmes leur temporalité propre : les difficiles réformes du financement des retraites n'ont-elles pas nécessité plus d'une décennie de discussions dans des pays tels que la Suède et l'Allemagne ? Enfin, les évolutions démographiques surplombent la dynamique économique avec leur propre rythme, celui du renouvellement des générations et des valeurs dont elles sont porteuses.

(1) Sur ce dernier cas, voir Nicholas Bloom, « The Impact of Uncertainty Shocks », *Econometrica*, 77 (3), 2009, p. 623-685.

(2) Robert Boyer, Bernard Chavance et Olivier Godard, « La dialectique réversibilité/irréversibilité : une mise en perspective », in Robert Boyer, Bernard Chavance et Olivier Godard (dir.), *Les Figures de l'irréversibilité en économie*, Paris, Éd. de l'EHESS, 1991, p. 11-33.

(3) Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Londres, Macmillan, 1890 ; trad. fr., *id.*, *Principes d'économie politique*, trad. de l'angl. par F. Sauvaire-Jourdan et F. Savinien-Bouysson, Paris, V. Girard et E. Brière, 1906-1909, 2 vol.

En résumé, l'observation des grandeurs économiques selon une périodicité unique reflète la conjonction et l'interaction de la pluralité des temporalités et de leur totalisation dans les prix, les salaires, les taux d'intérêt et les revenus, alors que la théorie économique la plus couramment admise conforte l'idéal d'une temporalité unique.

Le temps court de la finance contre la temporalité propre de l'économie

Avec la libéralisation financière, l'intelligibilité des enchaînements macro-économiques associés à la succession de bulles spéculatives est hypothéquée. Le passage d'une économie dans laquelle la finance s'opère à travers la médiation des banques à une finance de marché réduit l'horizon temporel des acteurs financiers et, par voie de conséquence, des décideurs dans l'économie réelle.

Dans un système économique dominé par les banques, la décision de crédit implique un horizon de moyen ou long terme, celui qui permet le remboursement de la dépense investissement par le reflux des profits. Comme l'investissement productif est par nature largement irréversible, prêteurs et emprunteurs partagent les risques et ont un intérêt commun au succès de l'investissement. Dans ce cas, le temps de la finance se cale sur celui de l'économie. Cependant, le risque existe que les pertes associées à l'échec de trop nombreux crédits dépassent le capital social de la banque : c'est ce qui intervient lors des crises immobilières, au cours desquelles on observe simultanément la montée des crédits impayés et les faillites des producteurs de logements. Dans cette configuration, la divergence entre le temps de remboursement des crédits et celui de la gestion de leurs dépôts par les clients de la banque introduit la possibilité de paniques bancaires. Ces dernières se sont succédé tout au long du 19^e siècle

et n'ont été surmontées que grâce à diverses législations portant en particulier sur l'assurance des dépôts bancaires et le contrôle de la gestion des banques par une autorité publique. Ce type de crise a fait un retour spectaculaire avec la faillite de Northern Rock en 1997 : cette banque anglaise avait financé la très rapide croissance de ses prêts hypothécaires à moyen ou long terme par des ressources financières de court terme, les dépôts de ses clients et l'émission d'obligations.

La nature et la probabilité des crises changent lorsque l'intermédiation par les banques cède la place à la finance directe, c'est-à-dire l'émission d'actions, d'obligations et de multiples produits dérivés cotés en permanence sur les marchés internationaux. La stratégie des acteurs financiers ne peut plus être la même, puisqu'il ne s'agit plus de détecter les meilleurs projets à moyen terme, ni d'évaluer la valeur fondamentale d'une entreprise, mais d'anticiper ceux des actifs financiers qui s'apprécieront le plus rapidement. Comme il est possible, à tout moment, d'acheter et de vendre, ne compte plus que le temps court de la spéculation au sens propre du terme : on achète un actif, non pour sa valeur intrinsèque, mais dans l'espoir de le revendre demain plus cher qu'il n'a été acheté. C'est le point de départ de comportements mimétiques, qui ont pour propriété de faire alterner des phases d'optimisme puis de pessimisme, sans rapport avec l'évolution des rendements économiques¹. Or le capital productif et les dépenses en faveur de l'innovation continuent à être très largement irréversibles, de sorte que s'introduit un conflit entre l'impatience et le court-termisme de la finance de marché et la permanence des projets produc-

(1) André Orléan, « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon (dir.), *Les Crises financières*, rapport du Conseil d'analyse économique n° 50, octobre 2004, p. 241-279.

tifs d'entreprise. Ce dilemme qui est au cœur des capitalismes modernes avait déjà été diagnostiqué dans la *Théorie générale* de John Maynard Keynes¹, mais il est encore aggravé par les innovations technologiques institutionnelles intervenues depuis la fin des années 1990 avec le mouvement de déréglementation financière.

D'un côté, l'automatisation des cotations grâce à l'informatique et aux technologies de la communication permet l'essor de transactions à très haute fréquence, de l'ordre de la micro et potentiellement de la nanoseconde, qui pilotent les marchés traditionnels. La finance atteint ainsi un pouvoir sans précédent, puisqu'elle est flexible (c'est-à-dire qu'elle peut arbitrer à tout instant entre une multiplicité d'actifs), opportuniste (car elle n'est liée par aucune fidélité à un projet commun à l'acheteur et au vendeur) et jouit du privilège d'être la première à réagir face aux événements et nouvelles informations, émanant tant des entreprises que des gouvernements et des banques centrales. Les autres acteurs de l'économie sont contraints de réviser en conséquence leurs stratégies en matière de production, d'emploi, d'investissement, et même de gouvernance et d'organisation. Les exemples contemporains abondent en ce sens : les licenciements boursiers, décidés dès lors que la défiance des financiers conduit à une baisse du cours de l'action, se multiplient ; les gouvernements des États membres de l'Union européenne mettent en œuvre des plans d'austérité pour faire face à une flambée du taux d'intérêt exigé pour renouveler leur dette publique et plus encore du coût de l'assurance en cas de défaut. Or très souvent ces marchés financiers font alterner un optimisme irréflecti (de 2003 à 2007, était-il fondé de considérer que les titres publics grecs avaient la même qualité

ceux de l'Allemagne ?) puis un pessimisme exagéré par rapport à une analyse pondérée des risques effectifs de faillite. Ainsi aucun événement majeur et défavorable n'est-il intervenu en Italie qui distingue la période où le gouvernement avait la confiance des financiers internationaux de celle où il ne l'a plus. Mais comme les processus politiques de délibération prennent du temps et n'ont pas une action immédiate, la pression de la finance peut induire une crise autoréalisatrice. Le télescopage du temps de la finance de marché avec la temporalité du politique n'est pas sans relation avec la gravité de la crise des dettes publiques européennes².

D'un autre côté, l'usage massif de la titrisation, c'est-à-dire le groupement d'une multitude de crédits et leur conversion en des obligations vendues à des acheteurs n'ayant pas la capacité d'en apprécier la qualité, introduit une rupture catastrophique dans la responsabilité du contrat de crédit. Dès lors que les banques peuvent transférer le risque de non-paiement, pourquoi se préoccuperaient-elles de la qualité des emprunteurs ? Tel est le mécanisme pervers qui transforme la bulle immobilière américaine en un processus à la Ponzi, généralisé à toute la société, et non plus limité à l'économie américaine. Les banques commerciales et de crédit hypothécaire sont impliquées dans la stratégie consistant à imiter les banques d'investissement : en 1999, la loi (*Glass Steagal Act*) qui séparait banques commerciales et banques d'investissement est abolie dans un contexte où la rentabilité des transactions sur les actifs financiers est bien supérieure à celle des opérations de prêts typiques. Aux États-Unis, les témoins de la crise de 1929 ne sont plus là pour rappeler que le temps de l'économie est beaucoup plus long que celui de la finance. *A contrario*, au Canada, le maintien de stricts contrôles

(1) John Maynard Keynes, *General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt Brace, 1936 ; trad. fr., *id.*, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, et de la monnaie*, trad. de l'angl. par Jean de Largentaye, Paris, Payot, 1942.

(2) Robert Boyer, *Overcoming the Institutional Mismatch of the Euro-Zone*, Tokyo, Fujiwara Shoten, 2013.

de qualité concernant l'octroi de crédits hypothécaires permet d'éviter l'effondrement du système financier, observé aux États-Unis en septembre 2008.

À l'origine des crises, le conflit des temporalités

Telle est l'hypothèse centrale qu'introduit l'analyse de la crise actuelle et que les développements qui suivent proposent de conforter. D'une part, la discordance des temps dans les diverses sphères de la société est un facteur spécifique des crises. D'autre part, la probabilité et la sévérité de ces crises s'accroissent, lorsque le temps le plus court, celui de la finance, impose des ajustements à la société, incompatibles avec l'inertie de la plupart des autres sous-systèmes.

L'observation rétrospective des évolutions depuis la Seconde Guerre mondiale en offre une première confirmation¹. Au sortir de la guerre, l'impératif de reconstruction et de modernisation est pris en compte par des coalitions politiques décidées à éviter la répétition des épisodes dramatiques qui se sont enchaînés depuis 1929. Face à la rareté des ressources et l'ampleur des besoins, tirant les enseignements de l'instabilité économique et politique de l'entre-deux-guerres, la finance fut subordonnée à l'économie grâce à l'orientation publique du crédit et, dans certains cas, l'instauration d'une planification indicative afin d'assurer la meilleure efficacité de l'investissement, tant public que privé. Contrairement aux pronostics formulés par les tenants d'un retour au laisser-faire, la période de reconstruction ne déboucha pas sur la stagnation et la crise, car la croissance s'avéra durable et particulièrement vigoureuse. Le succès de ce nouveau régime peut s'interpréter comme la mise en cohérence des divers

temps sociaux, due en particulier au fait que le système financier fut mis au service de l'économie de sorte que les deux temporalités tendirent à coïncider.

Mais, à partir des années 1970, cette configuration montra ses limites du fait de l'accélération de l'inflation, de l'internationalisation des économies nationales, de l'érosion des institutions économiques sous l'effet de la montée du chômage et de l'accentuation de la concurrence qui justifiaient, pour nombre de gouvernements, le processus de libéralisation. Ce dernier porta d'abord sur le marché des biens et services puis, dans une seconde étape, la déréglementation et le décloisonnement des systèmes financiers ouvrit une nouvelle phase au cours de laquelle les financiers acquièrent progressivement une autonomie croissante² et la possibilité de développer de nouveaux produits et de les diffuser au monde entier. À l'issue d'un processus qui se déroule sur deux décennies au moins, la finance devient le secteur clé qui pilote la transformation du mode de gestion des firmes, les contrats de travail, la conduite de la politique monétaire, voire la fiscalité, car la mobilité internationale du capital rend sa taxation difficile.

Dans le langage de la théorie de la régulation, ce mouvement s'analyse comme l'instauration progressive d'une architecture des formes institutionnelles, dans laquelle le régime financier occupe une place hiérarchique et dominante. De ce fait, on enregistre un renversement de la causalité entre le temps de l'économie et celui de la finance. Cette dernière en vient à exiger une flexibilisation des marchés du travail, une réduction des interventions de l'État dans l'économie, afin que l'activité réelle puisse coller au plus juste aux variations des anticipations

(1) Michel Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Calmann-Lévy, 1976, 1982.

(2) Greta R. Krippner, *Capitalizing on Crisis : The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, Harvard University Press, 2011.

et des objectifs des financiers internationaux. Cependant, les divers temps sociaux n'ont pas cette plasticité, car ils dépendent de caractéristiques propres à chaque sphère. Un temps, l'abondance du crédit et des liquidités alimente une croissance, faussement interprétée comme l'entrée dans une ère de stabilité garantie et de prospérité sans fin. Les faillites de grandes institutions financières, la contraction rapide de la production de l'emploi et l'effondrement du volume du commerce mondial sont à la hauteur des tensions que le court-termisme de la finance a imposées à des structures productives et sociales, incapables de suivre le rythme effréné de l'innovation financière et de la spéculation¹.

Cette discordance des temps comme source de crises ne porte pas seulement sur les relations entre finance et économie, même si elles sont cruciales. Donnons quelques exemples. Pourquoi s'avère-t-il si difficile de contenir les effets dévastateurs de la crise de la dette grecque ? Probablement parce que le temps de la délibération politique, en particulier à l'échelle intergouvernementale qui est celle de l'Europe, ne peut se couler dans celui de la finance. Pourquoi, de façon récurrente, la flambée des prix du pétrole et des matières premières vient-elle enrayer la croissance des pays consommateurs de ses ressources ? La raison se trouve sans doute dans le fait que le temps de l'exploration, de la découverte et de la production de nouveaux gisements est bien supérieur à celui du cycle d'accumulation du capital productif. Par ailleurs, lorsqu'une récession mondiale renverse la dynamique des prix des matières premières, les acheteurs réduisent leurs efforts d'économie, de sorte que la prochaine expansion vient à nouveau buter sur le renchérissement du prix des ressources naturelles. Cet écart entre l'horizon temporel de décision des

entreprises productrices de biens industriels et celui des entreprises spécialisées dans l'extraction des matières premières est à l'origine de crises parfois brutales ou encore d'ondes longues de type Kondratieff².

Lorsque l'on étend encore l'horizon temporel, il faut bien sûr mentionner les conséquences de deux autres temporalités. En premier lieu, l'évolution démographique obéit à ses propres paramètres et constantes de temps, qui s'inscrivent dans un horizon beaucoup plus long que celui de la succession des cycles économiques, dès lors que l'on s'éloigne de la régulation ancienne qui prévalait avant l'épanouissement du capitalisme industriel et financier³. Comme les générations futures ne sont pas présentes à la table des négociations portant sur la réforme des retraites, il ne faut pas s'étonner si, à la génération du *baby boom*, relativement bien lotie, peut succéder une autre génération qui redoute un statut beaucoup moins enviable lorsqu'elle atteindra elle-même l'âge de la retraite, et qui agit en conséquence en matière de travail, d'épargne et consommation⁴. Dans le même ordre d'idées, la politique chinoise de limitation à un seul enfant de la taille de la famille est longtemps apparue comme un facteur favorable à l'amélioration du niveau de vie, mais la montée attendue du taux de dépendance peut poser de redoutables problèmes à l'économie dans les décennies à venir.

Enfin, le conflit entre le temps de l'écologie et celui de l'économie est plus évident que jamais⁵. On a ainsi pu observer de longue date que les incitations économiques à exploiter un

(2) Nikolai D. Kondratieff et Wolfgang F. Stolper, *op. cit.*

(3) Ernest Labrousse, *Histoire économique et sociale de la France*, Paris, PUF, 1970-1979.

(4) Michel Aglietta, Didier Blanchet et François Heran, *Démographie et Économie*, Paris, La Documentation française, 2002, rapport du Conseil d'analyse économique n° 35.

(5) Olivier Godard et Jean-Pierre Ponsard (dir.), *Économie du climat : pistes pour l'après Kyoto*, Paris, Éd. de l'École polytechnique, 2011.

(1) Robert Boyer, *Les Financiers...*, *op. cit.*

gisement de poissons pouvaient déclencher une brutale expansion du secteur économique de la pêche, dissimulant un temps le fait que se tarissaient ainsi les possibilités d'une reproduction de ce gisement. Lorsque l'épuisement des ressources se traduit par une flambée des prix, il peut être trop tard pour enrayer la disparition d'une espèce ou tout au moins sa brutale contraction. Avec la montée des problèmes environnementaux liés au réchauffement climatique, l'économie mondiale bute sur le fait que les mécanismes de marché seront *a priori* incapables de détecter de façon suffisamment précoce l'entrée dans une zone dangereuse pour l'écosystème terrestre. En conséquence, ils ne pourront donc pas prévenir les graves problèmes géopolitiques, tant est important le décalage entre les émissions de CO₂ liées à l'activité de production et de consommation et leurs effets en retour sur la viabilité économique à très long terme des divers pays. C'est évoquer la question du conflit entre l'irréversibilité de certains phénomènes physiques et l'idéal de réversibilité que postule une logique purement marchande.

Une tension qui se répète dans l'histoire longue du capitalisme

On l'a noté, la crise ouverte en 2008 s'inscrit dans le contexte bien particulier d'une longue phase de déréglementation et d'internationalisation de la finance. Les facteurs qui ont contribué à son émergence ne sont pas nouveaux pour l'historien des crises financières, mais les économistes ont tendance à considérer que les enchaînements qui se manifestent alors n'ont pas de précédent historique. Or, la crise contemporaine partage un certain nombre de traits invariants des crises antérieures. Lorsque survient une innovation, qu'il s'agisse d'un nouveau produit, de techniques plus efficaces ou d'un instrument financier original,

s'ouvrent de nouvelles perspectives de profit, certes incertaines mais attractives pour les investisseurs. À l'origine, ce sont les agents les mieux informés qui interviennent sur le marché correspondant, et ils peuvent ainsi initier une augmentation du prix des biens et des produits financiers nouvellement créés. D'autres agents attirés par la perspective de gains rapides se joignent aux acheteurs et font monter les prix, sans clairement percevoir la réalité des gains attendus une fois l'innovation pleinement développée. Comme la montée des prix se confirme, les acheteurs n'utilisent pas seulement leur épargne, car ils ont recours au crédit et vendent d'autres actifs pour tenter de maximiser leurs gains. Mais, très généralement, l'élasticité de l'offre de crédit est beaucoup plus élevée que la profitabilité de l'innovation et sa conversion en espèces sonnantes et trébuchantes. La bulle spéculative est condamnée à éclater, puisque les revenus tirés de l'activité réelle ne permettent pas de rembourser les prêts et de soutenir les rendements anticipés, beaucoup trop optimistes.

Cette séquence s'observe dès le 17^e siècle avec la tulipe mania, se prolonge jusqu'à la spéculation sur les jeunes pousses de la nouvelle économie, pour culminer avec la crise des *subprimes*. Entre-temps, se sont succédés les bulles de la mer du Sud, la bulle du Mississippi, l'emballement suscité par les chemins de fer anglais puis celui des chemins de fer américains, le boom immobilier de la Floride, le défaut sur les crédits accordés à l'Argentine, sans oublier celle qui conduit à la crise de 1929 (voir tableau 1). Ainsi le support de la spéculation varie à chaque époque, ce qui induit en erreur les acteurs et les conduit à penser que la période qu'ils vivent est sans précédent et n'est en rien la répétition des bulles du passé. « Ce temps est différent », clament les spéculateurs¹.

(1) Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *op. cit.*

Dans tous les cas, le crédit se développe beaucoup plus rapidement que la mise en valeur de l'innovation, et la crise vient sanctionner le décalage entre les temporalités régissant respectivement la finance et l'activité économique. Tel semble être un invariant des sociétés régies par l'existence du crédit et de la monnaie. Cette répétition de génération en génération n'est pas sans questionner la théorie de la rationalité prêtée à l'*homo oeconomicus*. C'est le point de départ d'une théorie alternative du comportement des individus face aux choix financiers¹.

Mémoire, apprentissage puis oubli des crises

Quelles sont les modalités de prise en compte des crises dans les stratégies que poursuivent les acteurs de la finance ? Immédiatement après une faillite retentissante ou une crise financière systémique, la menace devient très présente et elle est incorporée dans le processus de sélection des demandes de crédit et d'achat de titres financiers. Mais les recherches expérimentales comme les études statistiques confirment qu'au fur et à mesure que l'on s'éloigne du moment de la crise, la probabilité subjective attribuée au risque de faillite diminue, au point que si la conjoncture économique est favorable, tout se passe comme si, après une période de l'ordre de cinq à sept ans, la faillite disparaissait du champ de possibles². Dans ce contexte, les entités financières se font concurrence en concédant des conditions très avantageuses aux clients et en relâchant la rigueur de leurs procédures de sélection des projets et actifs financiers. Il n'est pas étonnant que la qualité moyenne de leurs actifs se détériore ;

dès lors, il suffit que la conjoncture générale se retourne pour que la montée des mauvaises créances menace à nouveau de faillite l'entité financière.

Il semblerait donc que la profondeur de la mémoire des acteurs ne dépasse pas quelques années et que, par ailleurs, ils se fient presque exclusivement à leur expérience personnelle, à de très rares exceptions près. On pourrait donc avancer l'hypothèse selon laquelle le retour des crises financières tient au caractère limité de la mémoire historique qu'en ont les acteurs, d'autant plus qu'ils se succèdent de génération en génération. Certains acteurs peuvent certes conserver cette mémoire et en profiter pour traverser sans trop de problème les crises financières, mais ils sont trop peu nombreux pour déterminer la direction du marché sur lequel domine l'amnésie des crises précédentes.

Mais comment expliquer la quasi-disparition des crises bancaires et financières dans les décennies postérieures à la Seconde Guerre mondiale ? La raison principale tient sans doute à ce que les autorités publiques avaient alors tiré un certain nombre de conséquences de la crise de 1929 en matière d'organisation et de réglementation des banques : il fallait éviter que les emballements spéculatifs provoqués par les banques d'investissement ne contaminent les banques commerciales ; il convenait de généraliser l'assurance sur les dépôts bancaires pour éviter les paniques du passé ; la banque centrale devait intervenir comme prêteur en dernier ressort, afin d'éviter l'effondrement en chaîne de l'ensemble du système financier. Tous ces objectifs firent l'objet de dispositifs institutionnels, dotés d'une notable permanence, et qui ont canalisé, et en un sens limité, les comportements risqués des agents privés. En quelque sorte, la mémoire incorporée dans les institutions économiques s'institua comme un garde-fou contre le caractère limité

(1) Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 1999, 2006.

(2) Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, *op. cit.*

Origine des bulles	Réponse des agents informés	Mécanismes de propagation	Reconnaissance par les autorités	Effondrement	Réaction politique/Réforme
Spéculation sur les tulipes aux Pays-Bas (1630-1636) Des virus permettent de produire des tulipes attractives ; prospérité du pays.	Recherche de méthode de sélection des tulipes et achats sur le marché.	Essor des contrats devant notaire portant sur les tulipes, croissance des transactions.		1637	?
Bulle de la mer du Sud (1710-1720) Profits tirés de la conversion de la dette publique ; anticipation d'un monopole sur le commerce avec les Espagnols.	Achat de la dette avant conversion et profits en présentant les titres à la conversion.	Développement de la spéculation à travers un réseau d'estamens.	Approbation du gouvernement, implication du pouvoir royal.	1720	Sanction contre les directeurs, restriction à l'utilisation de la forme société.
Bulle du Mississippi (1717-1720) Croissance rapide du commerce avec le Nouveau Monde ; succès de Law en tant que financier.	Plan de Law pour s'enrichir et accroître son pouvoir en convertissant la dette publique française.	Soutien du gouvernement, forte expansion du crédit par la banque de Law pour soutenir la vague d'achat.	Soutien officiel du duc d'Orléans, sanction contre les critiques de Law.	1720	(Chute de Law ; arrêt (jusqu'en 1787) des efforts en vue de réformer les finances publiques françaises.
Boom du chemin de fer en Grande-Bretagne (1845-1848) Fin de la dépression ; enthousiasme à l'égard de ce nouveau mode de transport.	Multiplication des projets ferroviaires.	Développement de schémas de financement à la Ponzî (utilisation du capital pour payer les dividendes).	Lois pour chaque réseau, suggérant une approbation gouvernementale.	Pas d'effondrement brutal, ajustement progressif.	Réforme des normes comptables ; règles imposant le paiement des dividendes à partir des seuls revenus et non du capital.
Boom du chemin de fer aux États-Unis (1868-1873) Fin de la guerre civile ; colonisation de l'Ouest états-unien.	Construction de réseaux subventionnée par le gouvernement.	Multiplication des contrats de chemin de fer ; anticipation de poursuite de subventions.	Henry Varnum Poor et Charles Frances Adams.	1873, faillite de Jay Cooke et Compagnie.	?
Prêts à l'Argentine (1880) Forte demande mondiale des produits agricoles argentins ; profits considérables des premiers investisseurs.	Flux d'investissements de la Grande-Bretagne vers l'Argentine ; extension du réseau ferré.	Nouvelles émissions de titres sur le marché londonien ; création de compagnies spéculant sur le prix des terrains.	Propos du président argentin ; optimisme de Barings quant à l'amélioration de la situation et la possibilité de remboursement.	Failite de la compagnie Baring (novembre 1890).	Coup d'État en Argentine ; lois défavorables à l'investissement étranger.

Boom immobilier en Floride (1920-1925)					
Clémence du climat en hiver ; proximité des grands centres états-uniens de population ; prospérité économique.	Construction du chemin de fer ; développement de Miami ; projets fonciers.	Création d'un réseau d'agents immobiliers vendant des terrains en Floride.	William Jennings Bryan vante la Floride ; étroitesse des relations entre les maires et les développeurs.	1926	Poursuites pour fraude.
Bulle boursière états-unienne (1920-1929)					
Rapide expansion de la production de masse ; rapidité de la croissance ; fin de la crainte de déflation.	Croissance de l'offre de titres ; création de nouveaux fonds d'investissement.	Croissance de la marge des intermédiaires financiers ; essor du crédit.	Bénédiction par Coolidge, Hoover, Mellon et Irving Fisher.	Octobre 1929 et années ultérieures.	Fragmentation des grandes sociétés ; réglementation financière et bancaire ; interventions multiformes de l'Etat.
Vague de fusions aux États-Unis (1960-1969)					
Deux décennies de croissance des cours boursiers livrant une forte rentabilité des actions.	Émergence de conglomerats gérés professionnellement : ITT, Textron, Teledyne, etc.	Échanges de titres en vue de susciter l'apparence d'une croissance des gains.	Le fonds d'investissements de Harvard prend des positions sur le marché, McGeorge Bundy incite les institutions financières à investir agressivement	1970-1971	Réforme des pratiques comptables, <i>Williams Act</i> .
Bulle Internet et vague de fusions (1990-2000)					
Ouverture aux marchés financiers d'économies en forte croissance ; perspectives ouvertes par les TIC.	Création de nouveaux instruments financiers ; redéploiement des portefeuilles à l'échelle internationale ; utilisation des imperfections du marché pour des opérations de rachat.	Abondance de l'épargne liée à la croissance des fonds de pension et essor de l'investissement de portefeuille ; entrée sur le marché de nouveaux agents.	Alan Greenspan, après avoir dénoncé l'exubérance irrationnelle se range à l'opinion du marché.	Mars 2000 - juin 2003	Loi Sarbanes-Oxley encadrant la comptabilité, la responsabilité des P.-D.G., la communication des résultats financiers ; montée de mouvements contre la mondialisation financière.

1. Bulles et crises dans l'histoire longue, comme résultat des interactions entre temps de l'innovation et temps de la finance. (Source : d'après Andrei Schleifer, *Inefficient Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 170-171.)

du recul temporel des agents privés. Cette forme de supériorité du collectif sur l'individuel est aux antipodes de la *doxa* néolibérale, selon laquelle la puissance cognitive de l'agent est telle qu'elle parvient à percer la complexité des processus économiques, surpassant la capacité des organisations et des institutions.

Il convient d'inclure aussi dans l'analyse l'impact de la succession des générations sur la conception des institutions économiques. La génération qui a vécu la crise des années 1930 puis la Seconde Guerre mondiale a cherché à construire un ordre économique susceptible d'en éviter la répétition, grâce à un encadrement collectif des mécanismes de marché et une intervention active de l'État pour régler une économie potentiellement instable. Il s'ensuit une période de croissance rapide et relativement régulière, au cours de laquelle se forme une nouvelle génération dont les attentes sont façonnées par cette prospérité qui semble aller de soi. Lorsque ce régime socio-économique montre ses limites, à partir de la fin des années 1960, il est tentant d'incriminer l'excès des réglementations et interventions publiques comme cause de l'inflation, du chômage et du ralentissement de la progression du niveau de vie. La plupart des gouvernements se rangent à la stratégie néolibérale et reviennent sur les bases institutionnelles du régime de l'après-guerre. Aux États-Unis, on abolit une grande partie des lois héritées du New Deal qui segmentaient le système bancaire et financier. Certains responsables de la protection financière des citoyens américains plaident en 2003 en faveur d'une réglementation des produits dérivés, mais leur proposition est refusée par la commission du Sénat : les meilleurs experts affirment que la concurrence du marché est le meilleur des régulateurs de ces nouveaux produits financiers. De la même façon, on abaisse considérablement les critères de solvabilité requis pour avoir accès aux prêts hypothécaires, ce qui donne naissance aux *subprimes*. Ainsi,

se reconstitue progressivement le contexte institutionnel de laisser-faire financier qui conduit à la crise ouverte en septembre 2008.

Nul doute que la nouvelle génération, qui va faire face à une ou plusieurs décennies de stagnation, d'incertitude et de difficultés d'accès à un emploi stable, ne manquera pas de développer une approche de l'intervention et de la réglementation économiques, susceptible de corriger les excès de la période de libéralisation financière tous azimuts. On retrouve ainsi une onde longue qui trouve son origine dans le processus de constitution des institutions économiques, dépositaires d'une mémoire collective, de plus longue portée que celle des individus.

Les crises se succèdent mais changent de forme

Le développement précédent pourrait donner l'impression d'un retour cyclique des grandes crises, d'autant plus que prévaut une certaine invariance des processus présidant à l'émergence puis à l'éclatement des bulles financières et des crises économiques qui en dérivent. En fait, à travers la succession de ces épisodes, les structures productives et les techniques de production changent, les rapports sociaux se transforment au point de définir de nouveaux régimes socio-économiques, les activités économiques s'étendent à de nouveaux espaces et tendent à constituer une économie mondiale liée par le commerce, l'investissement, les migrations et le transfert des connaissances. Plus généralement, chacun de ces régimes déclenche des mécanismes qui transforment progressivement leurs bases techniques, économiques et sociales au point de déboucher finalement sur une crise majeure. En termes théoriques, il est possible de caractériser ce processus comme un endométabolisme ; diverses formalisations peuvent en rendre compte, en opposant le temps court du cycle économique au temps long de transformation

Époque Caractéristiques	18 ^e siècle	Première moitié du 19 ^e siècle	Seconde moitié du 19 ^e siècle	Entre-deux-guerres
	Régime socio-économique	Rural ; féodalisme finissant.	Émergence d'un capitalisme commercial.	Affirmation du capitalisme industriel.
Dynamique économique	Mue par les aléas agricoles.	Atténuation de la régulation à l'ancienne.	Dynamique de l'accumulation et du crédit.	Concentration du capital et déséquilibres internationaux.
Nature des crises	Rôle des mauvaises récoltes, des guerres.	Premières crises commerciales de surproduction.	Crises industrielles de surproduction.	Grande Dépression, chômage durable ; conflits internationaux.
Théorie des crises	Insuffisance alimentaire face à la pression démographique.	Premières théories du cycle industriel.	Théorie marxiste. Théorie monétaire du cycle.	Blocage des mécanismes du marché. Erreur des politiques monétaire et budgétaire.
Auteurs	Thomas Malthus	Clément Juglar	Karl Marx	Arthur Pigou
Analyse contemporaine	« Régulation à l'ancienne » ; école des Annales.	Période de transition des crises à l'ancienne vers les crises industrielles.	Régulation concurrentielle.	Crise de la production de masse sans consommation de masse.

2. Crises à l'ancienne, cycle du capitalisme concurrentiel et grande crise de 1929 : de l'école des Annales à la théorie de la régulation.

(Source : synthèse de l'ensemble des recherches inspirées par la théorie de la régulation, tout particulièrement Jean-Pascal Benassy, Robert Boyer, Rosa Maria Gelpi, Alain Lipietz, Jacques Mistral, Juan Munoz et Carlos Ominami, « Approches de l'inflation : l'exemple français », Convention de recherche n° 22, décembre 1976, Paris, Cepremap-Cordes, 1977.)

des techniques, des organisations et des institutions¹. Les crises apparaissent alors comme des marqueurs des grandes périodes historiques qui se succèdent depuis l'émergence des économies monétaires et marchandes².

Ces transformations opèrent à l'échelle quasi séculaire, car telle est la temporalité qui régit la transformation des rapports sociaux et politiques, la constitution de systèmes techniques et l'émergence d'arrangements institutionnels permettant d'assurer la reproduction économique des sociétés correspondantes. Selon l'adage de l'école des Annales : « chaque société a la

conjoncture et les crises de sa structure³ ». À grands traits, aux crises de sous-production qui trouvent leur origine dans le monde rural, succèdent les crises du capitalisme concurrentiel marquées au contraire par la dynamique de l'accumulation du secteur industriel qui vient périodiquement buter sur l'insuffisance des débouchés. Cela intervient après une longue phase de transition, au cours de laquelle les crises à l'ancienne tendent à s'estomper et s'affirment progressivement des cycles et des crises très largement endogènes au système économique émergent, celui du capitalisme commercial puis industriel.

L'économie politique s'attache à donner une interprétation de ces nouveaux phénomènes

(1) Frédéric Lordon, « Endogenous Structural Change and Crisis in a Multiple Time-Scales Growth Model », *Journal of Evolutionary Economics*, 7 (1), janvier 1997, p. 31-56.

(2) Robert Boyer, « Historiens et économistes face à l'émergence des institutions du marché », *Annales : histoire, sciences sociales*, 3, mai-juin 2009, p. 665-693.

(3) Ernest Labrousse, *Esquisse du mouvement des prix et des revenus en France au XVIII^e siècle*, Paris, Dalloz, 1932.

Époque Caractéristiques	L'âge d'or (1945-1967)	L'âge des ruptures (1968-1989)	Le retour des crises financières (1990-2012)
Régime socio-économique	Capitalisme négocié/ économie mixte.	Internationalisation.	Globalisation de la production et de la finance.
Dynamique économique	Synchronisation production/ consommation de masse.	Accumulation tirée par la compétitivité.	Impulsée par les innovations productives et surtout financières.
Nature des crises	Disparition des grandes crises, atténuation des cycles.	Stagflation, déficits publics et extérieurs, chômage durable.	Récurrence de crises bancaires, de change, boursières.
Théorie des crises	Cycle lié à la politique économique.	Erreurs de politiques monétaire et budgétaire.	Chocs négatifs de productivité / confiance ; bulles spéculatives ; réponses à l'innovation financière.
Auteurs clés de la période	John Maynard Keynes William Beveridge	Milton Friedman Friedrich Hayek	Robert Lucas Hyman Minsky
Analyse contemporaine	Croissance fordiste/ régulation monopoliste.	Blocage et érosion des institutions du fordisme.	Croissance tirée par la finance.

3. Quasi-disparition puis résurgence des crises économiques et financières entre 1945 et 2012.

(Source : synthèse à partir Jean-Pascal Benassy, Robert Boyer, Rosa Maria Gelpi, Alain Lipietz, Jacques Mistral, Juan Munoz et Carlos Ominami, *op. cit.* ; Robert Boyer, « Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism ? A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, 29 (1), février 2000, p. 111-145 ; *id.*, *Les Financiers détruiront-ils le capitalisme ?*, Paris, Economica, 2011.)

mais, tout au long de la période, s'opposent des théorisations contrastées selon que, à la suite des penseurs classiques anglais, on considère que les crises sont de simples perturbations d'une économie par ailleurs dotée de stabilisateurs ou que l'on suit l'approche inaugurée par Karl Marx, qui met en évidence la manière dont les contradictions propres au capitalisme font des crises une caractéristique intrinsèque de ce régime économique. Ainsi, la Grande Dépression des années 1930 marque une nouveauté : les économies connaissent une chute cumulative de la production et une déflation, sans que pour autant on observe une reprise permettant de retrouver la forte croissance des années 1920.

Cette crise est donc d'une nature bien différente des précédentes : elle est systémique, car seules des réformes portant sur l'ensemble des institutions économiques permettent l'établissement d'un nouveau régime de croissance, après

la Seconde Guerre mondiale. Tel est le résultat central des approches en termes de régulation qui ont tenté de prolonger la problématique braudélienne¹ jusqu'à la période contemporaine, avec l'objectif d'historiciser l'économie politique². Après 1945, on observe un *aggiornamento* des théories économiques qui, avec John Maynard Keynes, explorent l'équivalent d'une troisième voie : la croyance en l'autorégulation d'une économie de marché a été invalidée, mais le pronostic marxiste d'un effondrement final du capitalisme ne s'est pas réalisé pour autant, même si l'Union soviétique entend, à cette époque, rompre avec le capitalisme (voir tableau 2).

On l'a déjà souligné, grande fut la surprise des années 1950 et 1960 : alors que les experts redoutaient que ne se répète la séquence éco-

(1) Fernand Braudel, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme (XV^e-XVII^e siècles)*, Paris, Armand Colin, 1979 ; *id.*, *La Dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud, 1985.

(2) Robert Boyer et Yves Saillard, *op. cit.*

nomique observée après la Première Guerre mondiale, on constate l'établissement de la production de masse, désormais accompagnée du dynamisme de la consommation permis par la maturation des réformes en matière de formation des salaires, couverture sociale, conduite de la politique économique. Banques centrales et ministres des Finances parviennent à apprivoiser les cycles économiques et à empêcher qu'ils ne débouchent sur une crise majeure.

Cependant, l'historicité forte des régimes socio-économiques se manifeste à nouveau : leur succès même conduit à faire apparaître des tensions qui vont miner la viabilité à plus long terme d'une configuration qui avait le grand mérite de concilier les diverses demandes sociales à travers la modernisation productive et la croissance. Suivent deux décennies de recherche tâtonnante de stratégies alternatives, sans qu'aucune d'entre elles ne parvienne à établir un régime de croissance viable. La troisième période est celle de la montée en régime de la finance (voir tableau 3).

La comparaison des crises de 2008 et de 1929 n'est que le point de départ d'une analyse des propriétés spécifiques des régimes de croissance tirés par la finance. La quasi-totalité des formes institutionnelles sont différentes. Les responsables politiques ayant tiré les conséquences des erreurs de l'entre-deux-guerres ont procédé à un sauvetage du système financier et décidé de programmes de soutien à l'économie. Les salariés et les citoyens sont couverts par des systèmes de protection sociale qui exercent un rôle contracyclique, mais au prix d'une détérioration des finances publiques. L'autonomie nationale apparaît largement bridée par les contraintes de la mise en concurrence des territoires nationaux par les grandes entreprises et le jugement des financiers internationaux.

Chaque grande crise porte des novations qu'historiens et économistes se doivent de cerner, même si certains mécanismes génériques traversent les périodes. Le déroulement et l'is-

sue de ces grandes crises montrent nombre de traits idiosyncrasiques qui importent pour les analyses de sciences sociales.

De ce trop bref historique, il apparaît que petites et grandes crises jouent un rôle déterminant dans la périodisation des régimes socio-économiques. C'est une autre raison pour remettre périodiquement en chantier l'histoire et la théorie des crises.

Ainsi le présent article a-t-il revisité l'abondante littérature sur les crises, émanant tant des historiens que des économistes, à la lumière de la coexistence et de la concurrence des temps. Il en ressort les quelques enseignements suivants.

Les deux approches canoniques de la discipline économique sont respectivement la théorie de l'équilibre général et les analyses économétriques sur des données temporelles. Or elles ont en commun de postuler explicitement ou implicitement une unicité des temporalités à travers lesquelles s'ajuste l'activité économique. En conséquence, elles parviennent difficilement à rendre compte de la dynamique des économies modernes. Le temps cinématique de la théorie apparaît orthogonal au temps historique, c'est-à-dire celui de la transformation des techniques, des modes de vie, des institutions et des organisations. Le dialogue avec l'historien ne s'en trouve pas facilité. Avançons une hypothèse centrale : pour une large part, les crises trouvent leur origine dans le conflit de temporalités appartenant au champ économique lui-même et son articulation avec les autres sphères de la société, qu'il s'agisse du temps des paradigmes technologiques, de celui qui régit l'émergence de compromis institutionnalisés, ou encore du temps qui règle la succession des générations et l'insertion de l'économie dans son environnement naturel. Ainsi les crises financières résultent-elles du grand écart apparu dans les périodes de spéculation entre le temps fiévreux de la finance et les exigences de continuité de l'activité productive.

Il est dès lors possible de caractériser les différents régimes socio-économiques qui se sont succédé depuis le 18^e siècle, à partir de l'explicitation de la sphère qui tend à imposer sa temporalité propre au reste de l'économie et de la société. Le temps de la pénurie de ressources agricoles s'estompe pour céder la place au temps de l'accumulation, dont le foyer est l'industrie. La grande crise des années 1930 débouche, après la Seconde Guerre mondiale, sur le temps de la négociation des compromis institutionnalisés. Cependant, lorsque ce régime entre à son tour en crise, l'instantanéité de la transaction financière prétend rythmer l'ensemble de l'économie. Le caractère irréconciliable de ces temporalités conduit à la crise ouverte en 2008.

Si le conflit entre deux temporalités est une constante dans l'histoire des crises, chaque grande époque les colore des caractéristiques du régime socio-économique en vigueur. Les grandes crises sont des épisodes au cours desquels la viabilité de l'architecture institutionnelle héritée du passé est en jeu. Elles déclenchent en général un réajustement de la hiérarchie des temporalités régissant les diverses sphères. Le plus souvent c'est le temps de la négociation de nouveaux compromis politiques qui lève les incertitudes radicales nées de la destruction de l'ordre ancien et qui détermine la durée des grandes crises. Or il n'est rien de mécanique dans les processus sociaux correspondants, ce qui explique la durée très variable des sorties de crises.

Les crises suscitent en général un phénomène d'apprentissage, tant dans la pratique des acteurs qu'en matière de théorisation. Ce sont certaines institutions, principalement nationales mais aussi internationales, qui incorporent dans leurs objectifs et instruments la mémoire des épisodes passés. Le mort saisit le vif. Lorsque l'origine des grandes crises est complètement oubliée, pointe le risque de leur récurrence. Le mouvement général de déréglementation financière qui conduit à la crise ouverte en 2008

n'a pas pris en compte les raisons pour lesquelles les systèmes financiers avaient été mis sous contrôle par la collectivité publique après la Seconde Guerre mondiale. Mémoire, oubli et redécouverte d'expériences passées scandent l'évolution en longue période des économies.

Les crises permettent ainsi une périodisation des sociétés, elles rappellent qu'existent des points de bifurcation entre le possible effondrement d'un régime socio-économique et une laborieuse recomposition du lien social, les déterminismes antérieurs n'assurant plus la reproduction et la compatibilité des arrangements institutionnels hérités du passé. À la lumière de ce constat, on peut avancer l'hypothèse que la crise actuelle marque d'ores et déjà une date clé dans l'histoire moderne. Il se pourrait qu'une approche par le conflit des temporalités se révèle fructueuse, en vue d'une meilleure intégration des sciences sociales autour d'un objet commun. Cet ambitieux programme de recherche pourrait être l'occasion d'une nouvelle alliance entre économistes et historiens. S'il est rendu difficile par la spécialisation et le relèvement contemporain des barrières disciplinaires, liés au processus de professionnalisation au sein des sciences sociales contemporaines, ce projet sur le traitement du temps paraît sans nul doute riche de potentialités.

*Robert Boyer, Institut des Amériques,
75013, Paris, France.*

Robert Boyer est économiste à l'Institut des Amériques après avoir été directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS) et directeur de recherche au CNRS. Il a contribué au développement de la théorie de la régulation, qui analyse les transformations en longue période des économies capitalistes, avec un accent particulier sur l'histoire et la théorie des crises. Il est notamment l'auteur de *La Théorie de la régulation : l'état des savoirs* (La Découverte, 2002), *Les Financiers détruiront-ils le capitalisme ?* (Economica, 2011) et « La discipline économique des années 1930 à nos jours : d'un espoir prométhéen à une dramatique révision » (*Le Débat*, 169, mars-avril 2012). (robert.boyer@ens.fr)