

Crise financière, crise économique : causes et relances

Un cours sur la banque, la bourse et la régulation du capitalisme

Mise à jour : 15/02/2009

Daniel MARTIN

<http://www.danielmartin.eu/adressemail.htm>

Conseils de lecture

Ce livre a été rédigé sous forme de cours, pour pouvoir être lu sans connaissances préalables particulières.

Il est fortement structuré :

- Pour qu'un lecteur qui connaît un sujet puisse passer directement au sujet suivant ;
- Pour que les définitions des termes financiers ou économiques soient accessibles d'un clic de souris sur une référence qui les suit, comme [\[1\]](#), ou sur le lien qui le souligne, comme [la théorie monétariste](#) ;
- Pour que les justifications des nombreuses affirmations concernant l'économie soient accessibles d'un clic sur une référence comme "Dettes trimestrielles de Maastricht des administrations publiques" [\[103\]](#) ;
- Pour que des détails techniques comme [\[24\]](#) soient en annexe pour alléger le texte.

Bien que sa mise en page permette une impression propre sur papier, il est conseillé de le parcourir en lisant le texte à l'écran ; cela permet de profiter des liens et de faire des recherches de mots avec "CTRL+F".

Le chapitre 1 contient des rappels sur la monnaie, les banques, le financement et les théories de l'économie. Les personnes ayant une culture économique peuvent le sauter.

Le chapitre 2 décrit les étapes des crises financière et économique, leurs causes et leur déroulement.

Le chapitre 3 décrit les remèdes et actions de relance possibles.

Le chapitre 4 est une conclusion philosophique sur l'impossibilité de faire confiance à des modèles mathématiques pour prédire le comportement financier des hommes, à l'échelle individuelle comme à l'échelle d'un marché. Il fait suite à mon ouvrage sur la pensée rationnelle [\[161\]](#).

Ce cours comprend environ :

- 160 pages A4 de texte ;
- [45 graphiques d'évolution historique](#) ;
- [150 références accessibles par leurs adresses Internet](#).

Table des matières

1. Monnaie, banques, financement et théories de l'économie	7
1.1 Monnaie et masses monétaires	7
1.1.1 Liquidité.....	7
1.1.1.1 Classement des avoirs par niveaux de liquidité.....	8
1.2 Masses monétaires	8
1.2.1 Vitesse de circulation de la monnaie.....	8
1.2.1.1 L'argent disponible est-il de moins en moins bien utilisé ?	8
1.3 Système bancaire et création de monnaie	10
1.3.1 Le système bancaire et ses fonctions.....	10
1.3.2 La création de monnaie par refinancement de prêts.....	10
1.3.3 Le crédit est indispensable à l'économie.....	11
1.3.4 La création d'argent par les banques ne peut être illimitée.....	13
1.3.5 Les grandes entreprises peuvent émettre des obligations.....	14
1.3.6 Les prêts de l'Etat français aux grandes banques	14
1.3.7 Quelles sont les limites du métier de banquier ?	15
1.3.8 Règles d'action	17
1.4 L'inflation	18
1.4.1 Définition de l'inflation	18
1.4.1.1 Désinflation.....	18
1.4.2 L'emploi ne peut croître que si le PIB croît.....	19
1.4.3 L'emploi ne peut croître que si le PIB croît plus vite que la productivité	21
1.4.4 Le PIB ne peut croître que si la masse monétaire croît	22
1.4.5 Conjoncture de l'économie française début 2009	23
1.4.6 Les effets de l'inflation	25
1.4.7 Difficulté d'une relance par la consommation (relance keynésienne)	29
1.4.7.1 Le chômage keynésien	30
1.4.7.2 Condition de succès d'une relance keynésienne.....	30
1.4.7.2.1 Exemple de relance keynésienne catastrophique	31
1.4.7.3 L'accroissement de la dette.....	31
1.4.7.4 Conclusion sur une relance keynésienne de l'économie	32
1.5 Mécanismes de stabilisation des prix	32
1.5.1 Les taux d'intérêt	32
1.5.1.1 Inflation maîtrisée et taux d'intérêt à long terme	33
1.5.1.2 Impact des taux d'intérêt	34
1.5.1.2.1 Le déficit du commerce extérieur américain	34
1.5.1.2.2 Le déficit du budget fédéral américain	35
1.5.1.2.3 Financement des déficits américains, commercial et fédéral	36
1.5.1.3 Principe de la neutralité à long terme	36
1.5.2 La politique des taux de change de l'euro	38
1.5.2.1 Le taux de change de l'euro ne dépend guère de la BCE	38
1.5.2.2 Impact du taux de change de l'euro sur les investissements étrangers.....	40
1.5.3 Régulation de la quantité d'argent disponible	40
1.5.3.1 Action de la BCE sur la masse monétaire M3	41
1.5.4 Mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix.....	41
1.6 Limites du pouvoir de la BCE	42
1.6.1 Engagements de la France au traité de Maastricht	42
1.6.2 Indépendance de la BCE	43
1.6.3 Ce que la BCE peut et ne peut pas faire.....	43

1.7 Les postulats, théories et lois de l'économie	44
1.7.1 Rationalité des agents économiques	44
1.7.2 Les marchés.....	45
1.7.3 L'économie de marché	46
1.7.4 Le mythe de la « moralisation du capitalisme ».....	46
1.7.4.1 Les bénéfices de Total	47
1.7.4.2 Le rejet du « capitalisme financier »	49
1.7.4.3 Le modèle français d'économie administrée - Interventionnisme	50
1.7.5 Adam Smith, libéralisme économique et concurrence	53
1.7.5.1 La concurrence pure et parfaite.....	55
1.7.5.1.1 Définition de la concurrence pure et parfaite	55
1.7.5.1.2 Asymétrie ou absence d'information	57
1.7.5.2 La loi de l'offre et de la demande	58
1.7.5.2.1 Interdépendance des marchés	60
1.7.5.2.2 Autorégulation des marchés	60
1.7.5.3 Théorie de la main invisible du marché	61
1.7.5.4 Conclusion sur le libéralisme économique	61
1.7.6 Comportement des agents économiques et des acteurs des marchés financiers - Anticipations	62
1.7.6.1 Prédiction de valeurs futures calculées à partir de valeurs passées	62
1.7.6.2 Anticipations plus ou moins rationnelles.....	63
1.7.7 Théories économiques	63
1.7.7.1 Economie : aspect réel et aspect monétaire.....	63
1.7.7.2 Keynésianisme	65
1.7.7.3 Monétarisme.....	67
1.7.7.4 Pour sortir de la crise : keynésianisme ou monétarisme ?	70
1.7.7.5 L'insouciance des Américains	72
2. Les étapes de la crise financière et économique	76
2.1 Habitude des Américains et de leurs gouvernements de vivre au-dessus de leurs moyens.....	76
2.2 La bulle spéculative.....	77
2.2.1 Le point de vue des propriétaires.....	77
2.2.1.1 L'explosion des défauts de paiement	80
2.2.1.2 Les saisies des maisons hypothéquées	80
2.2.1.3 L'effondrement du secteur économique du bâtiment.....	81
2.2.2 Le point de vue des intermédiaires financiers.....	81
2.2.2.1 La logique des taux d'intérêt.....	81
2.2.2.2 Comment les règles prudentielles furent contournées puis adoucies....	82
2.2.2.3 Comment les prêts à risques furent titrisés	82
2.2.2.4 Comment on revendit les risques à d'autres investisseurs	83
2.2.2.5 Comment on s'assura contre les « défauts de crédit ».....	84
2.2.2.6 Comment on dilua les risques sur toute la planète – Agences de notation	85
2.3 Historique de la crise financière et économique	86
3. Comment sortir des crises financière et économique	98
3.1 Sortir de la crise financière	98
3.1.1 Remarques préliminaires	98
3.1.1.1 Sur la dénonciation de la rapacité des capitalistes et financiers.....	98
3.1.1.2 Sur la transmission d'une crise bancaire à l'économie	98

3.1.1.3	Sur les finances publiques	99
3.1.2	Réduire à la source le nombre de défauts de paiement.....	100
3.1.3	Recapitaliser les banques	100
3.1.4	Faire racheter les actifs toxiques par une "Bad Bank"	100
3.1.4.1	"Bad Bank"	101
3.1.4.2	Evaluation des actifs toxiques des banques.....	102
3.1.4.3	Coût pour les contribuables de l'aide aux banques et entreprises	103
3.1.5	Garantir les actifs toxiques	104
3.1.6	Faire racheter les actifs toxiques par des investisseurs privés	104
3.1.6.1	Le plan annoncé aux Etats-Unis le 10/02/2009	104
3.1.7	Substitution des banques centrales aux banques frileuses.....	105
3.1.8	Améliorer la supervision des intervenants des marchés financiers	106
3.1.9	Bien superviser les agences de notation	107
3.1.10	Mettre en place une institution internationale de coordination financière et économique.....	107
3.1.11	Mettre en place une surveillance des risques de crise	108
3.2	Relancer l'économie	108
3.2.1	Politique de relance monétaire	109
3.2.2	Politique de relance keynésienne.....	109
3.2.2.1	Le calcul du Congressional Budget Office (CBO) de janvier 2009	112
3.2.2.2	L'exemple du Japon	112
3.2.2.3	Les recommandations du Fonds monétaire international	115
3.3	Comment financer l'injection d'argent dans les économies ?.....	116
3.3.1	Il y a assez d'argent pour relancer les économies qui en ont besoin	116
3.3.2	Assez d'argent, mais pas assez d'emprunteurs sans risque.....	117
4.	Conclusions philosophiques	118
4.1	Limites du déterminisme de la nature et de la pensée	118
4.2	Incapacité des modèles à prendre en compte l'irrationnel	120
4.3	Les hypothèses fondamentales de l'économie sont souvent fausses	122
5.	Notes et références	125
5.1	Terminologie	125
5.2	Références	137
5.3	Graphiques et tables	170

1. Monnaie, banques, financement et théories de l'économie

Rappels sur la monnaie, le système bancaire et le financement de l'économie

1.1 Monnaie et masses monétaires

La monnaie est l'ensemble des moyens de paiement de biens et de services. Elle a trois raisons d'être :

- Le paiement des biens, services, impôts, etc. se fait par l'intermédiaire de la monnaie.
- La mise en réserve d'argent (l'épargne, par exemple) pour des paiements ultérieurs.
- La mesure de la valeur des biens, des services, du travail, etc., valeur qu'on exprime en euros, dollars, etc.

Il y a deux sortes de monnaie :

- La *monnaie physique*, billets et pièces, appelée « monnaie fiduciaire » parce que sa valeur repose sur la confiance. En effet, un billet n'a pas plus de valeur intrinsèque que le papier sur lequel il est imprimé, et une pièce ne vaut pas plus que le métal qu'on peut récupérer en la fondant.

La valeur de la monnaie fiduciaire, 2 euros pour une pièce de 2 € et 100 dollars pour un billet de \$100, n'est garantie que par la confiance de tous dans l'Etat qui a émis cette monnaie. Un détenteur de monnaie a confiance de pouvoir l'échanger pour sa valeur faciale (celle qui est inscrite sur chaque billet ou pièce). Cette confiance est si grande qu'il y a des pays où les dollars sont acceptés en même temps que la monnaie locale, les détenteurs de monnaie ayant d'avantage confiance dans le pouvoir des dollars d'être acceptés partout et de conserver leur valeur que dans la monnaie locale : voir la définition du dollar en tant que « monnaie de réserve » internationale, [\[18\]](#).

- La *monnaie scripturale*, dépôts à vue monétaires, appelée « scripturale » parce qu'elle repose sur des écritures comptables.

1.1.1 Liquidité

La monnaie est convertible, immédiatement ou à un instant arbitraire, en biens et services, qui peuvent être achetés ou vendus. Cette absence de délai, et la certitude de pouvoir la convertir qu'elle implique, s'appelle « liquidité ».

La conversion de la monnaie en biens ou services s'effectue par l'intermédiaire de « moyens de paiement » qui sont :

- Pour la monnaie fiduciaire : les billets et pièces eux-mêmes, physiquement donnés et reçus.
- Pour la monnaie scripturale : les chèques, virements, transactions de carte de crédit, etc.

Payer en monnaie fiduciaire ne coûte rien : quand on donne 20 € à quelqu'un il n'y a pas de frais de transaction.

1.1.1.1 Classement des avoirs par niveaux de liquidité

La monnaie fiduciaire est parfaitement liquide, car elle permet des paiements immédiats. Les chèques, virements et dépôts à vue sont aussi parfaitement liquides. On appelle « liquidités primaires » les avoirs parfaitement liquides.

On appelle « liquidités secondaires » les avoirs qui peuvent être convertis en liquidités primaires rapidement et sans perte de capital, mais pas instantanément. Exemples : SICAV monétaires gérées par les OPCVM [\[5\]](#), et dépôts à terme.

On appelle « liquidités tertiaires » les avoirs moins liquides que les liquidités secondaires, qui demandent un certain temps pour être disponibles ou dont l'échéance est à moyen ou long terme. En outre, leur conversion en liquidités primaires est une vente comportant un risque de perte de capital ou une possibilité de gain, selon que leur cours (prix de marché) a baissé ou monté. Exemples : les obligations et actions, appelées « valeurs mobilières privées » si elles concernent des entreprises privées, ou « valeurs mobilières publiques » si ce sont des obligations ou emprunts d'Etat ou de collectivités publiques, ou des emprunts garantis par un Etat.

Il faut savoir que plus un placement reste liquide, moins il rapporte : le taux d'intérêt varie en sens inverse de la liquidité. Cela vient notamment du risque : à plus longue échéance on considère que l'avenir est plus incertain, et que cette incertitude se paie ; donc si une somme d'argent est empruntée pour plus longtemps, son intérêt annuel est plus élevé.

1.2 Masses monétaires

On appelle « masse monétaire » ou « agrégat monétaire » d'un pays (ou de la zone euro [\[117\]](#)) un ensemble de types de monnaie fiduciaire ou scripturale, ensemble qui a un montant total significatif pour les économistes et la banque centrale. Les trois types de masse monétaire sont décrits dans [\[114\]](#) et leur montant total en [\[115\]](#).

1.2.1 Vitesse de circulation de la monnaie

L'activité économique correspondant à la circulation d'une même masse monétaire M1, M2 ou M3 [\[114\]](#) est d'autant plus grande que l'argent circule vite, c'est-à-dire que chaque détenteur l'échange rapidement contre des biens ou services au lieu de le laisser dormir. On définit donc la vitesse de circulation de la monnaie (exactement : la « vitesse-revenu ») comme le rapport du PIB du pays [\[7\]](#) (ou de la zone euro) à une masse monétaire (en général M3) :

$$\text{Vitesse de circulation} = \frac{\text{PIB}}{\text{M1 ou M2 ou M3}}$$

1.2.1.1 L'argent disponible est-il de moins en moins bien utilisé ?

Le graphique [ci-dessous](#) montre l'évolution de la masse monétaire M3 et des crédits au secteur privé depuis l'an 2000. La comparaison avec le graphique [suivant](#) montre

que depuis 2000 ces deux indicateurs ont progressé plus vite que la croissance du PIB en volume (c'est-à-dire inflation déduite).

Première interprétation : oui, l'argent disponible est moins bien utilisé

La vitesse de circulation de l'argent disponible M3 a donc ralenti depuis 2000, et l'utilisation du crédit au secteur privé a été de moins en moins efficace pour faire croître le PIB : à l'évidence l'économie française a, depuis 2000, des rigidités structurelles qui l'empêchent d'utiliser correctement les fonds disponibles. Voici des explications possibles.

- Il y a d'abord un problème psychologique de manque de confiance en l'avenir qui freine les dépenses et investissements des consommateurs comme des entreprises. De nombreux sondages montrent depuis des années que le moral des Français est très bas et qu'il continue à se dégrader [\[154\]](#) [\[153\]](#).

Beaucoup de consommateurs ont peur de perdre leur emploi, ce qui les empêche de dépenser l'argent qu'ils ont et leur fait préférer l'épargne (les ménages français épargnent 15.8 % de leur revenu disponible [\[111\]](#), un des taux les plus élevés du monde). Et leur [niveau de vie qui stagne depuis des années](#) les empêche d'anticiper l'embellie qui les encouragerait à dépenser et investir.

Enfin, les niveaux de prix immobiliers ont augmenté depuis l'an 2003 tellement plus vite que le revenu disponible (ce qui constitue une bulle) qu'habiter dans une grande ville ou en proche banlieue est financièrement hors de portée pour beaucoup de ménages. Ceux qui veulent accéder à la propriété épargnent donc en attendant de pouvoir acheter leur logement, et leur argent dort.

- Les investissements des entreprises sont freinés par une législation trop contraignante et qui change trop souvent, ce qui freine les initiatives [\[152\]](#).

L'argent dort en France en grande partie parce que la complexité des lois et les lourdeurs administratives ralentissent la plupart des activités économiques. Comme il faut très longtemps pour commencer quelque chose (délais administratifs d'approbation, tout étant réglementé), très longtemps pour le terminer (durée hebdomadaire du travail trop faible, grèves trop nombreuses) et très longtemps pour commencer à s'en servir (contrôles de conformité lourds et tatillons), il faut très longtemps pour que le travail soit payé, ce qui empêche l'argent de circuler.

En outre, l'enquête de trésorerie de l'INSEE [\[153\]](#) souligne une situation fortement dégradée dans le contexte de crise financière et économique du second semestre 2008 : la situation est jugée « la plus mauvaise depuis 1985 », contexte peu propice aux investissements. Au cours du second semestre 2008 :

- Les résultats d'exploitation se sont fortement dégradés ;
- L'endettement des entreprises demeure élevé, et son coût est en hausse avec des taux d'intérêt moyens de 5.2 % par an, supérieurs à la rentabilité de beaucoup d'entreprises, qui n'ont donc pas intérêt à emprunter.
- Les industriels anticipent une forte dégradation de leur trésorerie et de leurs résultats d'exploitation au 1^{er} semestre 2009. Ils prévoient donc de réduire fortement leurs dépenses d'équipement.

Enfin, l'enquête de l'INSEE sur les investissements des industriels en 2009 [\[153\]](#) prévoit une baisse de ceux-ci d'autant plus inquiétante que l'investissement concerne souvent un renouvellement de matériel obsolète ou en mauvais état.

Seconde interprétation : le crédit sert de plus en plus à spéculer

Il est possible qu'une partie croissante des crédits accordés ne soient pas utilisés pour l'économie, mais pour la spéculation financière sans impact économique, comme aux Etats-Unis (nous le verrons [bientôt](#)).

Il est probable, en fait, que les deux interprétations sont exactes et ajoutent leurs effets.

1.3 Système bancaire et création de monnaie

1.3.1 Le système bancaire et ses fonctions

On appelle système bancaire l'ensemble des banques et intermédiaires financiers tels que les caisses d'épargne, les banques mutuelles, la Caisse des dépôts, les sociétés d'investissement, La Poste et le Trésor public : voir [\[141\]](#). Dans chaque pays, les établissements du système bancaire sont en rapport avec la banque centrale (ou banque nationale), qui a le monopole de fabrication de la monnaie *fiduciaire*, pièces et billets.

Les entreprises du système bancaire offrent les services suivants :

- Réception des dépôts d'argent du public et des entreprises, tenue des comptes ;
- Distribution et gestion de monnaie fiduciaire et scripturale (argent, chèques, virements, etc.)
- Le crédit aux entreprises, aux particuliers, aux administrations, aux associations et à d'autres intermédiaires financiers ;
- L'émission et l'achat de titres (actions, obligations, parts de fonds...) ;
- Des opérations de change et des opérations avec l'étranger ;
- Du conseil en gestion de portefeuille et de patrimoine ;
- Des services non bancaires tels que l'assurance et de la gestion immobilière.

Dans ce texte, la fonction bancaire qui nous intéresse le plus est *l'intermédiation entre l'épargne et l'investissement*. Une banque collecte l'épargne de particuliers, ainsi que les fonds d'entreprises ou de collectivités dont celles-ci n'ont pas besoin immédiatement, pour les prêter à des emprunteurs divers : particuliers, entreprises, administrations, collectivités, etc.

1.3.2 La création de monnaie par refinancement de prêts

Chaque banque dispose au départ de ses fonds propres, le capital apporté par ses actionnaires. Lorsqu'une banque accorde un prêt ou un crédit à un client, celui-ci place cet argent dans un compte d'une banque du système bancaire ; et lorsqu'il le dépense, les montants dépensés reviennent dans le système bancaire. En fait, crédit ou pas, l'argent disponible dans l'économie d'un pays (ou de la zone euro) reste dans

son système bancaire tant qu'il n'en sort pas sous forme de pièces, billets et virements à l'étranger.

Dès qu'une banque a accordé un prêt à l'un de ses clients elle peut se refinancer, par exemple en obtenant un prêt du même montant auprès de la banque centrale ; elle devra alors payer un intérêt au taux de « prise en pension » de celle-ci. Disposant ainsi de nouveau des fonds prêtés, elle peut les prêter à nouveau à un autre client, et ainsi de suite.

**En refinançant des crédits accordés,
le système bancaire crée donc de la monnaie à partir de rien.**

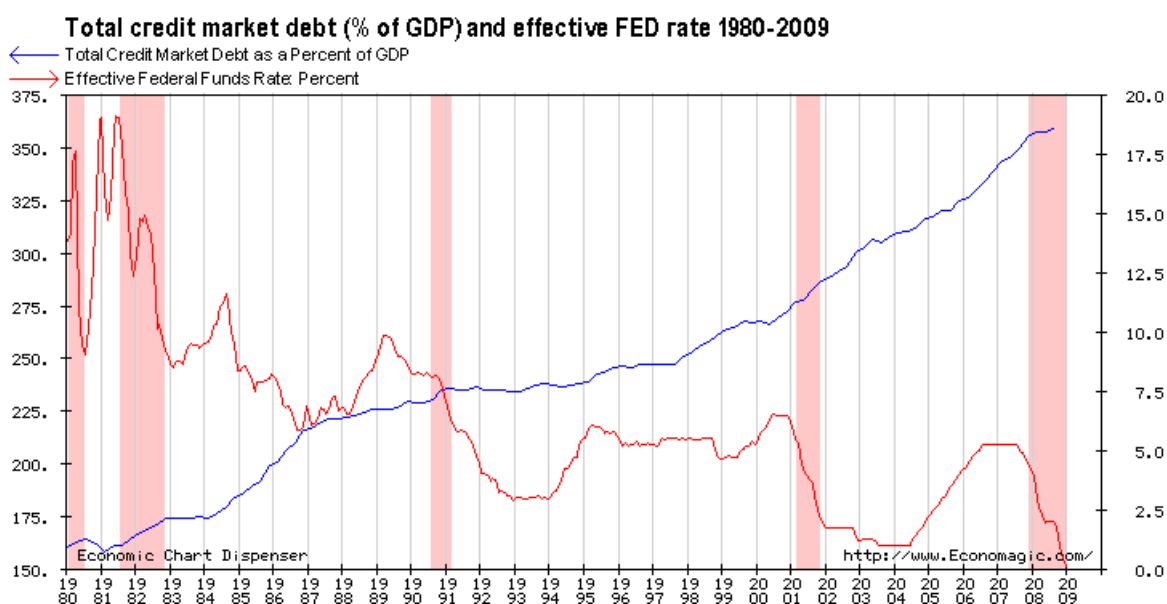
1.3.3 Le crédit est indispensable à l'économie

La monnaie ainsi créée sert à faire crédit aux entreprises, aux particuliers, aux collectivités locales, à la Sécurité sociale et à l'Etat lui-même. Ce financement, indispensable au fonctionnement normal de l'économie, en assure aussi la croissance. C'est ainsi que :

- Selon la Banque de France [\[102\]](#), fin octobre 2008 le total des crédits au secteur privé français atteignait 1880.3 milliards d'euros, en hausse de 10 % sur l'année précédente. *Ce total des crédits est légèrement supérieur au PIB annuel de la France* [\[7\]](#) (1633.81 milliards d'euros en 2007), c'est-à-dire à la valeur de tous les biens et services produits pendant une année.

En première approximation, *on peut affirmer qu'en France 1 € de crédit en cours est nécessaire pour créer 1 € de richesses dans le secteur privé en 1 an (valeur ajoutée des biens et services).*

Le graphique ci-dessous, issu de [167], montre l'évolution du crédit en cours total aux Etats-Unis depuis 1980 :



Etats-Unis : évolution depuis 1980

- de la dette totale (crédit en cours à l'économie) à gauche en bleu en % du PIB
 - du taux d'intérêt effectif de la FED à droite en rouge en % par an
- Les bandes verticales roses délimitent les périodes de récession

En comparant, en % du PIB, le crédit total à l'économie en France et aux Etats-Unis, ce dernier est 3.5 fois plus élevé. Cela ne veut pas dire que le crédit est mieux utilisé (plus productif) en France ; cela veut dire d'abord que les Américains vivent plus à crédit que les Français ; cela veut dire ensuite *qu'aux Etats-Unis une grande partie du crédit finance la spéculation pure* : des établissements de crédit prêtent de l'argent à des spéculateurs, qui ne créent pas de richesse économique mais se contentent d'acheter des titres en bourse pour les revendre ensuite en espérant y trouver un bénéfice.

On voit l'importance du crédit pour le fonctionnement de l'économie. Sans crédit, de nombreux achats de biens (maisons, bâtiments industriels, automobiles, machines-outils, électroménager, etc.) seraient impossibles ; de nombreux investissements publics ou privés n'auraient pas lieu ou seraient retardés ; de nombreux services ne seraient pas vendus, bref l'économie serait freinée si fort que le chômage exploserait.

- Selon l'INSEE [103], la dette publique de l'Etat français, des administrations centrales, de la Sécurité sociale et des collectivités locales atteignait 1284.8 milliards d'euros au 3^{ème} trimestre 2008, soit 66.7 % du PIB [7].

Trois graphiques décrivant son évolution sont disponibles dans l'annexe [103].

Cette dette publique n'aurait pu exister sans le crédit, et l'Etat et les administrations françaises qui vivent chaque année au-dessus de leurs moyens depuis 1978 n'auraient pu financer leurs dépenses excessives.

1.3.4 La création d'argent par les banques ne peut être illimitée

Puisque chaque banque peut se refinancer dès qu'elle a accordé un prêt, et que chaque fois qu'elle prête de l'argent elle en gagne, qu'est-ce qui l'empêche de prêter à l'infini pour gagner le plus possible, créant ainsi une quantité illimitée d'argent ?

En fait, la création d'argent par les banques ne peut être illimitée.

- D'abord, puisqu'emprunter à une banque coûte des intérêts, *le total des emprunts est limité par la demande des emprunteurs potentiels*, donc par les besoins :
 - De l'économie ;
 - Ou de la spéculation par les gens qui empruntent de l'argent pour faire des opérations purement spéculatives, opérations qui ne créent pas de richesse mais exploitent des hausses ou des baisses de prix ou de cours de titres.
- Ensuite, puisqu'un emprunteur qui a de l'argent sur son compte peut en retirer une partie en espèces, la croissance du total des prêts en cours entraîne celle du total des espèces qui doit être en circulation, total régulé par la banque centrale, seule habilitée à créer des billets et des pièces, et qui surveille la masse monétaire M1 [\[114\]](#).
- Enfin parce que si, à un instant donné :
 - Trop de clients de la banque retirent de l'argent de leur compte ;
 - Ou trop d'emprunteurs ont des retards de remboursement ;
 - Ou trop de clients assez solvables pour qu'on leur accorde des prêts en sollicitent,

la banque peut se retrouver en manque de liquidités, ce qui l'oblige à refuser d'accorder des prêts dont l'économie a besoin.

Règles prudentielles

Pour diminuer suffisamment le risque qu'une banque manque de liquidités la loi lui impose de respecter des règles dites « prudentielles », règles qui limitent le total des crédits et engagements qu'elle accorde [\[142\]](#). Ces règles, adoptées au niveau international sous le nom de « Bâle II » [\[105\]](#) [\[106\]](#) [\[107\]](#) et entrées en vigueur début 2008, imposent un ratio de solvabilité appelé « ratio Cooke » [\[1\]](#) comprenant un ratio global et un sous-ratio qui doivent tous deux être respectés à tout instant ; ces ratios étant en vigueur depuis la recommandation « Bâle I » de 1988, leur non-respect lors de la formation dans les années 2000 de la bulle spéculative qui a mené à la crise des prêts subprime de 2007 est inexcusable.

Ce non-respect n'est pas nécessairement dû aux banques, dont la supervision est stricte, mais à toutes sortes de mécanismes de contournement de la législation : existence de banques d'affaires, non soumises au respect du ratio de solvabilité Cooke, possibilité pour une banque d'avoir des engagements hors bilan, adoucissement aux Etats-Unis de l'exigence de respecter le ratio Cooke, etc. Nous reviendrons sur ce point [plus bas](#).

Conclusion sur le ratio prêts sur fonds propres Cooke

Les règles prudentielles [1] de ce ratio permettent à une banque ou un établissement de crédit d'accorder un total de prêts et engagements au moins égal à 12.5 fois le total de ses fonds propres et quasi-fonds propres (100 % divisé par 8 %). En fait, comme les prêts à des emprunteurs réputés sans risque sont comptés avec un coefficient zéro et d'autres prêts avec un coefficient inférieur à 1, le ratio effectif peut être très supérieur à 12,5.

1.3.5 Les grandes entreprises peuvent émettre des obligations

Une grande entreprise n'est pas obligée de passer par une banque pour emprunter de l'argent, elle peut émettre des obligations après accord du « gendarme des marchés financiers », l'AMF (Autorité des marchés financiers, [187]). Malgré la crise, les émissions d'obligations d'entreprises ont atteint des montants record fin 2008-début 2009 ; cela prouve qu'il y a toujours des investisseurs prêts à faire confiance à des entreprises solides, dont ils se méfient moins que des banques !

1.3.6 Les prêts de l'Etat français aux grandes banques

Nous avons vu [ci-dessus](#) que le crédit et la création de monnaie par les banques sont indispensables à l'économie. Dans tous les pays, la crise économique de 2007-2008 est due pour une grande part aux restrictions de crédit : les banques ne prêtaient plus assez d'argent à l'économie. Elles étaient freinées (à part leur peur de prêter à des emprunteurs qui risquaient de devenir insolvables) par la quantité de prêts, déjà accordés et figurant à l'actif de leur bilan, qu'elles n'arrivaient pas à revendre à des investisseurs parce qu'ils étaient adossés à des prêts hypothécaires risquant de n'être pas remboursés, ce qui impactait leur ratio Cooke" [1].

Soucieux qu'elles prêtent davantage, l'Etat français (comme beaucoup d'autres) a donc apporté de l'argent aux banques sous forme de quasi-fonds propres, pour qu'elles puissent augmenter leur volume de prêts. Une première vague de prêts aux grandes banques leur a ainsi apporté 10.5 milliards d'euros, contre lesquels elles devront verser à l'Etat un peu plus de 8 % d'intérêts, et il se peut qu'il y ait d'autres prêts via la SPPE [194].

En principe, chaque euro de fonds propres ou équivalents peut être prêté une dizaine de fois au moins aux entreprises privées, sans compter les collectivités locales et autres entités bénéficiant d'une garantie de l'Etat. Les grandes banques françaises pourront ainsi apporter au moins 100 milliards d'euros au secteur privé de notre économie, somme non négligeable. Obligées de payer à l'Etat des intérêts sur l'argent reçu, elles seront obligées de le faire travailler en le prêtant à leurs clients. La mesure de prêt aux banques par l'Etat est donc à priori une excellente mesure.

J'ai donc été surpris de lire, sous la plume de quelques journalistes, que l'Etat avait prêté cet argent à un taux usuraire. La marge bancaire sur les prêts, frais déduits, est habituellement de l'ordre de 1.5 %; et comme elles prêteront les fonds reçus de l'Etat au moins 10 fois, chaque euro de l'Etat leur rapportera environ 15 centimes. Que l'Etat en reprenne 8 centimes me paraît donc normal ; les journalistes qui ont dénoncé un taux usuraire ont simplement montré leur incompetence et désinformé leurs lecteurs.

Je n'ai pas été surpris, par contre, que d'innombrables syndicalistes et politiciens de gauche désinforment les Français en prétendant que « *l'Etat avait fait cadeau de milliards aux banques, alors qu'elles n'en ont pas besoin et qu'il aurait fallu donner cet argent aux salariés* » : ces gens-là profitent de l'incompétence de leurs concitoyens en matière d'économie, et de leur propension à la jalousie, pour les monter contre le gouvernement de droite, qui fait ce qu'il peut comme tous les autres gouvernements du monde.

1.3.7 Quelles sont les limites du métier de banquier ?

Comme nous l'avons vu [ci-dessus](#), le métier d'une banque consiste d'abord à collecter l'épargne et à la prêter pour financer les particuliers, les entreprises, les collectivités, les associations et l'Etat. C'est un métier d'intermédiation que les banquiers connaissent bien, qui est encadré par des réglementations très strictes et surveillé (en France) par deux organismes : l'AMF [\[187\]](#) et la Commission bancaire de la Banque de France [\[104\]](#), organismes qu'il est question de fusionner pour en renforcer la synergie.

Mais, pour gagner le plus d'argent possible, les banques françaises ont voulu rentabiliser leur réseau d'agences en offrant aussi des services d'assurance et d'investissement que je déplore. Voici pourquoi.

Assurance

J'ai eu l'occasion à plusieurs reprises de constater que du personnel qui, en agence bancaire, vend de l'assurance aux clients - avec une forte pression de la direction et des quotas de résultat (activité dite de « conseil aux clients » !) - n'a pas le quart de la compétence nécessaire en matière de définition, de gestion et d'indemnisation des risques, malgré la courte formation reçue. Ce personnel d'agence n'a même pas la compétence des collaborateurs des cabinets d'agents d'assurance, qui pourtant doivent souvent transférer un appel téléphonique de client à l'Agent général lui-même, seul à même de répondre et d'aider ce client à choisir parmi ses offres. Il en résulte des « conseils » qui non seulement sont intéressés, mais sont souvent contraires aux intérêts du client et à ses désirs. Et comme l'assurance est souvent un placement, voire un placement techniquement complexe (l'assurance-vie multi-supports, par exemple) les clients mal conseillés qui perdent de l'argent ou en gagnent moins qu'ils ne pourraient sont légion. J'en ai moi-même été victime.

Placements sophistiqués

Les placements bancaires dans des fonds à fonctionnement hyper-complexe sont aujourd'hui nombreux. Un spécialiste en a cité un, le 28/01/2009 dans l'émission *C dans l'air* de France 5, dont le descriptif technique (utilisable par exemple par les analystes financiers et les informaticiens qui développent le logiciel qui le gère) comptait 400 pages.

Moi-même, exigeant de comprendre dans quel fonds à résultats décevants ma grande banque française m'avait conseillé (avec succès, hélas !) d'investir quelques années auparavant, j'ai obtenu une spécification technique décrivant les algorithmes de calcul. Heureusement que j'étais ingénieur, informaticien et investisseur risquant mon capital, car sinon je n'aurais pas eu le courage de plonger dans les calculs et d'en simuler les résultats sur ordinateur. J'ai alors constaté que la banque (qui m'avait assuré avoir fait des milliers de simulations de cas divers qui prouvaient avec

une quasi certitude qu'on ne pouvait perdre de l'argent) m'avait trompé : je pouvais perdre de l'argent, et j'en avais déjà perdu quand j'ai fait les calculs à mon tour ; la banque m'avait tout simplement berné. En fait, l'agent qui m'a vendu l'investissement croyait sincèrement l'argumentaire de vente qu'il tenait de sa direction, mais ne connaissant rien aux produits financiers complexes, il n'a pu me communiquer que sa foi en la compétence inégalée des spécialistes de sa grande banque en me demandant de leur faire confiance, comme lui.

Trois ans après, un autre investissement que j'avais fait sur le conseil de la même banque dans une SCI (Société de placement collectif immobilier), s'avéra structurellement perdant : il ne gagnait pas d'argent, n'avait aucune espoir d'en gagner jamais et allait certainement en perdre environ la moitié lors de l'inévitable liquidation d'une société au montage désastreux. Membre (et même pendant la dernière année président du conseil de surveillance de la SCI), j'obtins des représentants de la société de gestion immobilière de la banque l'explication du désastre : la banque avait démarré une activité d'investissement collectif en immobilier de bureaux sans rien y connaître, en montant quelques douzaines de SCI dans lesquelles elle avait fait investir ses clients, à qui elle avait promis un rendement élevé - en prenant une grosse marge au passage et en s'assurant des revenus réguliers par la gestion immobilière des SCI ainsi montées. L'incompétence de la banque dans ce métier de gérant immobilier, qui ne s'improvise pas, avait conduit à d'énormes pertes de valeur des immeubles - donc des investissements - ainsi qu'à des loyers très faibles. Au bout de quelques années, les investisseurs découragés de ma SCI demandèrent sa liquidation, ce dont la banque se chargea, tout en avouant que grâce à nous elle avait appris le métier...

L'immobilier est un domaine où les montages financiers sont simples et compréhensibles pour qui veut prendre le temps de comprendre et de lire les comptes. Le problème est qu'aujourd'hui les collaborateurs en agence vendent (conseillent !) aux particuliers des investissements dans des fonds d'une complexité que seule une poignée de spécialistes au siège de la banque comprend, et dont la gestion opaque exige une confiance totale dans la compétence et l'intégrité de ces spécialistes. Cette activité devrait purement et simplement être interdite, des particulier risquant leurs économies dans des fonds à risque auxquels ils ne comprennent rien, et ceux qui les conseillent pas davantage.

Les pertes des Caisses d'épargne et de leur filiale Natixis

Selon [\[188\]](#), les pertes 2008 des Caisses d'épargne seraient comprises entre 1 et 2 milliards d'euros. Ces pertes seraient en grande partie liées aux activités de trading de leur filiale Natixis, activités de spéculation sur les marchés financiers [\[23\]](#). Voilà donc le gestionnaire réputé prudent des livrets d'épargne populaires, le financeur pérenne des collectivités locales, qui perd des fortunes en faisant un métier de spéculateur en haute finance qu'il ne maîtrise pas. Encore un exemple du besoin d'interdire aux établissements à qui on confie l'épargne populaire de jouer au spéculateur qui risque gros avec des produits financiers dont il comprend mal le fonctionnement.

Conclusion pour les particuliers

La loi française oblige les professionnels en général, et les banquiers et assureurs en particulier, à conseiller leurs clients. Mais hélas, comme ils ne peuvent les conseiller contre leur propre intérêt, la portée de cette obligation est limitée.

Pour investir et s'assurer intelligemment et au mieux des intérêts et objectifs de chacun, les particuliers auraient besoin de conseils financiers (et fiscaux) indépendants des organismes prêteurs ou assureurs. Mais de tels conseils personnalisés étant par nature chers, seuls de gros investisseurs peuvent y recourir. Nous sommes donc condamnés à voir perdurer les conseils non neutres des agences des banques et des compagnies d'assurance, conseils au mieux des intérêts de ces organismes, pas de ceux de leurs clients particuliers.

Je pense même que les services bancaires *minimum* (banque de dépôts, compte chèques, cartes de crédit, retraits...) devraient être des services publics gratuits ou presque, et dénués de conseils. Les services payants seraient alors réservés à une clientèle de luxe, qui investit et joue en bourse, et qui peut exiger des conseils et justifier leur rétribution normale. Je crois donc possible un système de banques à deux vitesses, économiquement viable à défaut d'être égalitaire.

Conclusion pour les établissements financiers

Selon l'évaluation du 28/01/2009 du Fonds monétaire international (FMI) [190], les pertes des banques suite à la crise financière déclenchée par le financement des prêts CDO [13] et les assurances à risques CDS [14] seraient de l'ordre de 2200 milliards de dollars au niveau mondial, montant un peu supérieur au PIB 2008 de la France à parité de pouvoir d'achat (PPA). L'évaluation de ces pertes a bondi de 57 % depuis octobre 2008.

La dévaluation colossale correspondante des bilans des banques reflète le prix à payer par leurs actionnaires, leurs clients et les contribuables pour les risques insensés pris par les acteurs des marchés financiers [23], risques que nous étudierons plus bas. Malgré la compétence de leurs spécialistes, les établissements financiers ont donc manipulé des produits complexes dont ils ne maîtrisaient ni le fonctionnement ni le contenu, prenant le même genre de risque que des particuliers incompetents, mais à l'échelle de milliards de dollars. Il va falloir à présent assainir leurs bilans aux frais des contribuables pour que l'économie mondiale redémarre, le FMI estimant à 500 milliards de dollars en 2009-2010 le supplément de fonds propres indispensable à leur recapitalisation.

1.3.8 Règles d'action

Je tire du paragraphe précédent une première règle simple :

Ne jamais investir dans un fonds qu'on ne comprend pas

Plus généralement :

Ne jamais s'investir dans une activité qu'on ne comprend pas

Ce n'est pas parce que d'autres investissent nombreux dans un certain instrument financier [22] que je dois faire comme eux. Ce n'est pas parce qu'une entreprise est dans un secteur qui a le vent en poupe (comme celui des technologies Internet, dont la bulle spéculative a éclaté entre 2000 et 2002) que je dois y investir ou y travailler bien que je n'y comprenne rien. Ce n'est pas parce que d'autres font aveuglement confiance à un génie de la finance que je dois lui faire confiance aussi (je pense à tous les investisseurs que M. Madoff a escroqués à hauteur de 50 milliards de dollars, dont les « spécialistes » de ma propre grande banque).

En fait, tout engagement où je renoncerais à comprendre et réfléchir est à proscrire.

1.4 L'inflation

Nous résumons ici [le chapitre 4](#) du "Cours d'économie pour citoyens qui votent", auquel on pourra se reporter pour plus de détails.

1.4.1 Définition de l'inflation

L'inflation traduit une *dépréciation de la monnaie*. On l'exprime en général par un taux, en pour-cent par an. Lorsqu'elle se produit :

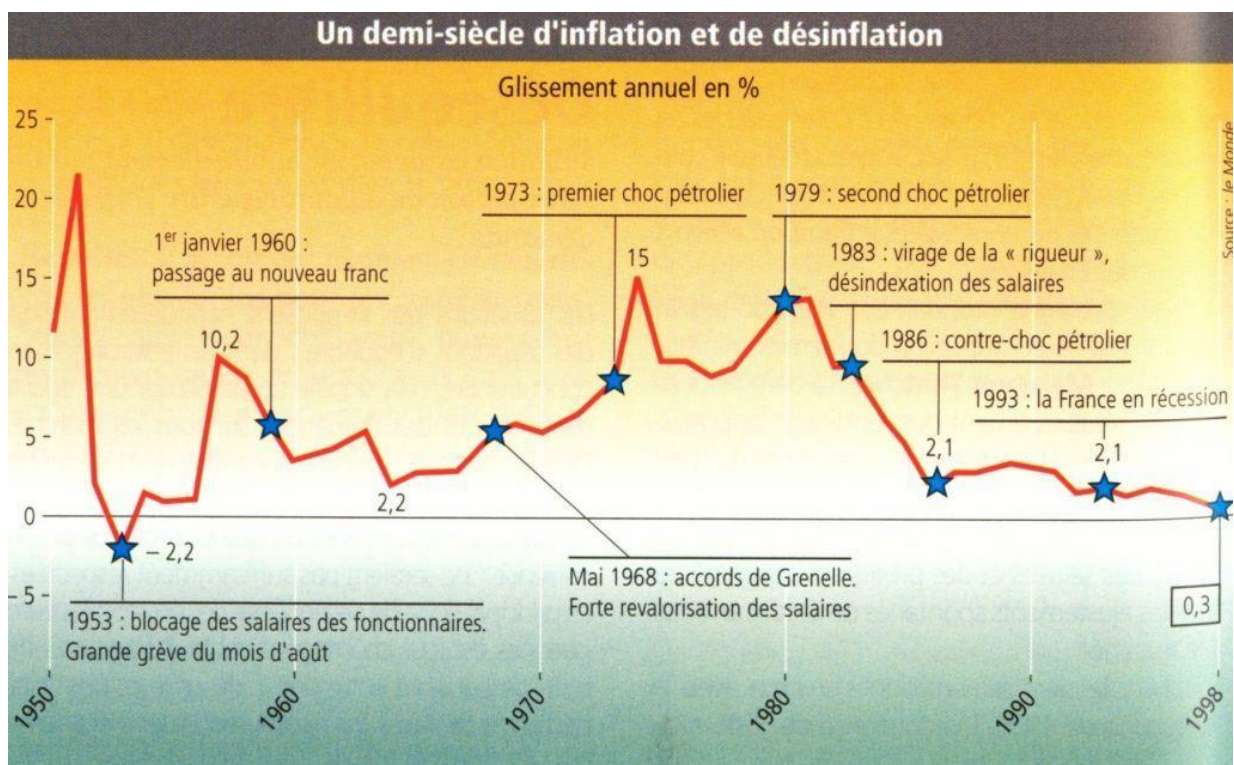
- La masse monétaire (argent disponible) [114] [115] du pays a augmenté plus vite que la production nationale (PIB [7]), conformément à [la théorie monétariste](#) ;
(Le PIB dépendant aussi de la [vitesse de circulation de la masse monétaire](#), il peut aussi croître moins vite si cette vitesse diminue, par suite de circonstances empêchant le bon fonctionnement de l'économie, des pénuries par exemple.)
- Un même revenu, *fraction constante de la masse monétaire nationale*, peut acheter une moindre proportion de la production totale du pays.

Attention : ne pas confondre proportion et quantité fixe !

La masse monétaire [114] d'un pays représente, à un instant donné, la production de ce pays. *Il y a inflation si et seulement si le rapport entre la masse monétaire et la production augmente (à vitesse de circulation constante)*. Une somme d'argent donnée, qu'il s'agisse d'un prix d'article ou d'un revenu personnel, représente donc une certaine *proportion* de la production nationale, pas une *quantité fixe* de produit.

1.4.1.1 Désinflation

Il ne faut pas confondre la *déflation*, phénomène grave, et la *désinflation*, qui est une diminution progressive du taux d'inflation *sans baisse des prix*. C'est ainsi qu'en France le taux d'inflation, qui était d'environ 14 % en 1980-81, est descendu progressivement à environ 0.3 % en 1998. Le graphique ci-dessous, extrait du journal *Le Monde*, rend compte du phénomène.

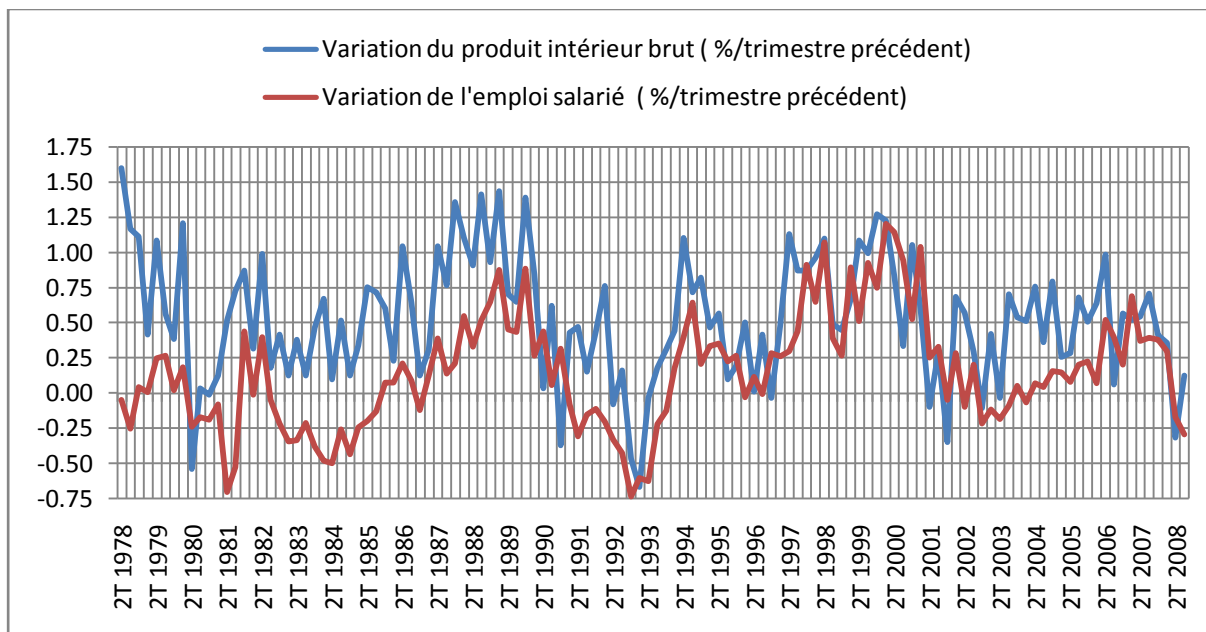


Variation du taux d'inflation en France de 1950 à 1998

La désinflation française s'explique par une politique de limitation de la croissance des coûts salariaux et de la masse monétaire, politique destinée à ce que l'économie française résiste mieux à la concurrence internationale. Elle s'explique aussi, pendant quelques années, par la baisse du coût du pétrole importé [\[145\]](#). En fait, *la baisse du prix du baril a un effet anti-inflationniste dans tous les pays.*

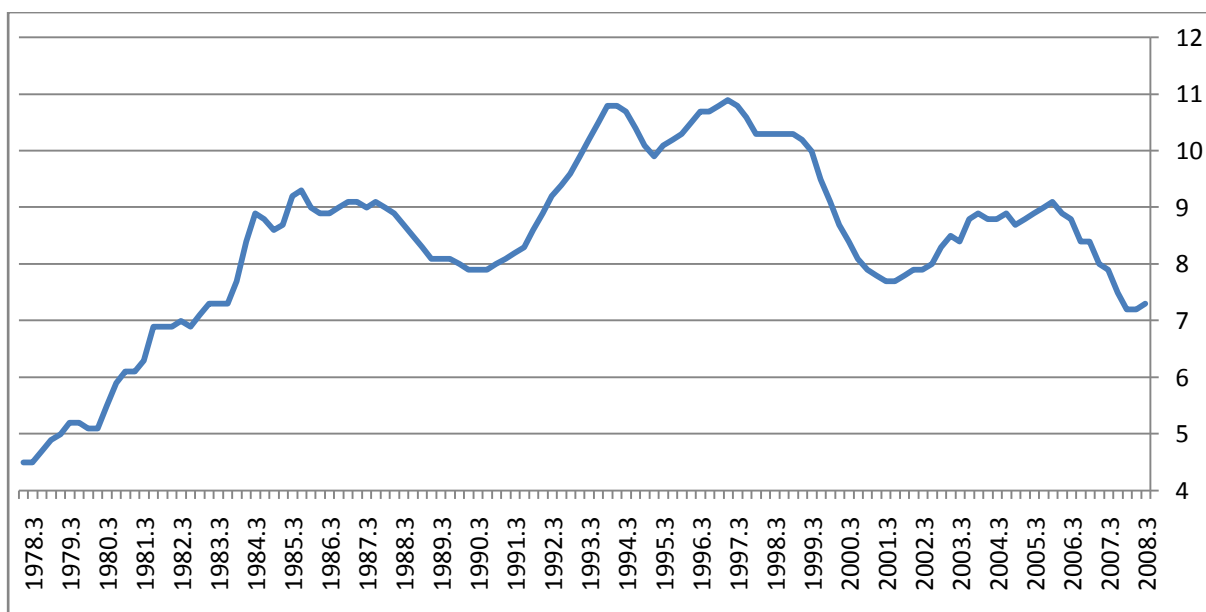
1.4.2 L'emploi ne peut croître que si le PIB croît

L'emploi ne peut croître (donc le chômage décroître) que si le PIB croît, comme le montre le graphique ci-dessous issu des statistiques INSEE [\[201\]](#).



Relation entre croissance du PIB et croissance de l'emploi salarié de 1978 à 2008

On voit ci-dessus que les variations du PIB et de l'emploi salarié en France sont remarquablement parallèles ; noter en particulier la crise de 1993. Ce phénomène se produit même pour l'emploi non salarié (artisans, etc.) et dans tous les pays. On s'aperçoit que *la courbe de l'emploi suit celle du PIB avec un décalage d'environ six mois* : lorsque l'activité (mesurée par le PIB) croît, l'emploi suit quelques mois après. Voici l'évolution du taux de chômage pendant la même période :



Evolution du taux de chômage français en % de 1978 à 2008

Voici pourquoi la courbe de l'emploi suit celle du PIB avec un décalage.

Prenons par exemple un fabricant qui voit croître son activité : son carnet de commandes s'emplit. Avant d'embaucher pour fabriquer davantage, il va d'abord :

- Livrer les articles qu'il a en stock, puis se mettre à en fabriquer d'autres.
- Augmenter ses cadences de fabrication tant que c'est possible.
- Lorsque sa capacité de production [\[16\]](#) est saturée, il va essayer diverses possibilités avant d'embaucher : améliorer son organisation pour éliminer des goulots d'étranglement ; remplacer certaines machines par des machines plus rapides ; essayer de sous-traiter certaines opérations de la gamme de fabrication ou la production de certains articles, etc.
- Enfin, ayant fait le maximum pour produire plus sans embaucher, il va se résoudre à chercher du personnel, qu'il va mettre un certain temps à trouver et à former. Et parfois il faudra trouver des locaux ou en agrandir...

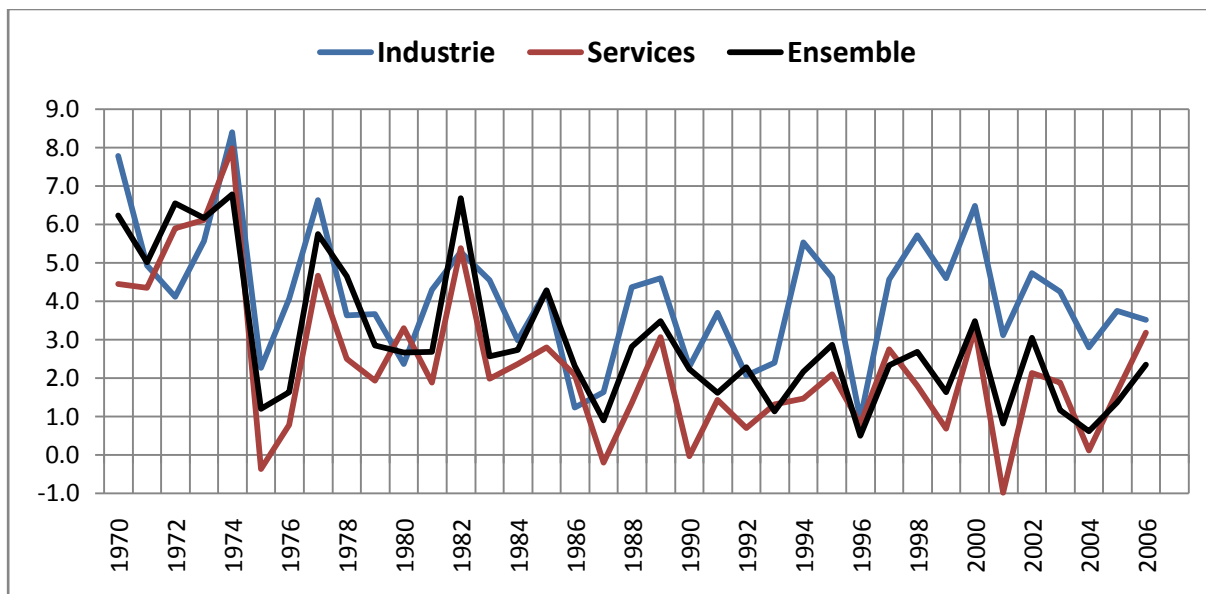
On voit donc qu'il y a forcément un délai entre la croissance de l'activité d'un pays, donc de son PIB, et sa conséquence sur le nombre d'emplois. Ce délai est de l'ordre de six mois, parfois un peu plus. Et le raisonnement est le même pour des activités de services : lorsque l'activité croît, l'emploi suit quelques mois après.

Bien entendu, pour que l'emploi puisse croître, certaines conditions doivent être remplies : il faut pouvoir trouver du personnel dans les qualifications nécessaires ; il faut disposer de la trésorerie ou du crédit nécessaires pour recruter, former et équiper les nouveaux salariés ; il faut que les fournisseurs de produits et de services qui concourent à la fabrication puissent, eux aussi, augmenter leur activité, etc.

Remarquons au passage que, l'effet suivant toujours la cause, c'est *la croissance* du PIB (la dérivée positive de sa variation par rapport au temps) qui entraîne *la croissance* de l'emploi (la dérivée de l'emploi total). Ce n'est pas, comme le prétendent les politiciens de gauche, la croissance de l'emploi qui entraîne celle du PIB. Ce n'est pas en créant artificiellement des emplois grâce au partage du travail imposé par les « 35 heures » que le PIB a pu croître en France dans les années 1997-2000, c'est parce que le pays bénéficiait de la forte croissance de toute l'économie mondiale, avec laquelle il échange énormément d'importations-exportations. ([Détails sur le coût réel des 35 heures](#)).

1.4.3 L'emploi ne peut croître que si le PIB croît plus vite que la productivité

En outre, la productivité [\[19\]](#) des diverses activités économiques croît à peu près constamment, du fait des progrès techniques, de matériel plus performant, d'une meilleure organisation (du travail et des échanges), etc.: à quantité de travail constante (nombre d'heures travaillées constant), la quantité de richesse produite croît automatiquement chaque année. Cette croissance est presque toujours positive. Elle est voisine de 2 % par an depuis 1990 pour l'ensemble de l'économie, de l'ordre de 1.5 % dans le secteur des services et de 4 % dans l'industrie, comme le montre le graphique ci-dessous issu de l'INSEE [\[202\]](#).



**Variations annuelles de la productivité horaire du travail en France
(valeur ajoutée / heures travaillées en %)**

Il est donc évident qu'à elle seule la croissance de la productivité peut expliquer celle du PIB, sans augmentation du nombre d'emplois. Donc pour que l'emploi augmente, non seulement le PIB doit augmenter, mais il doit augmenter plus vite que la productivité.

Or le PIB est aussi stimulé par le déficit budgétaire annuel, qui peut créer de l'activité. Donc lorsqu'un gouvernement se flatte de la croissance de 2 % en volume du PIB obtenue grâce à sa politique, alors qu'il a 2.5 % de déficit budgétaire et que la productivité a progressé de 1.8 %, on peut lui reprocher de désinformer ses citoyens en oubliant de parler de l'emploi, qui a de fortes chances d'avoir reculé.

1.4.4 Le PIB ne peut croître que si la masse monétaire croît

A prix constants, il faut absolument que la masse monétaire croisse pour que les richesses produites puissent être achetées et que l'économie ne manque pas d'argent. Et comme la plupart des années il y a aussi de l'inflation, la masse monétaire doit croître en plus pour en tenir compte.

Il s'ensuit qu'une croissance économique est automatiquement accompagnée d'une croissance de la masse monétaire. Dans certains secteurs d'activité en croissance rapide, la présence de fortes disponibilités financières, de faibles capacités résiduelles de production [16] et/ou d'une concurrence insuffisante, peut alors entraîner de l'inflation. *Une croissance très rapide entraîne donc des risques d'inflation.*

L'essentiel de l'inflation est dû aux crédits accordés par les banques aux entreprises, aux particuliers et aux administrations, crédits qui accroissent la masse monétaire M3 [114]. En général, une forte croissance de l'économie favorise l'inflation : lorsqu'une entreprise produit au maximum de sa capacité de production [16], elle a

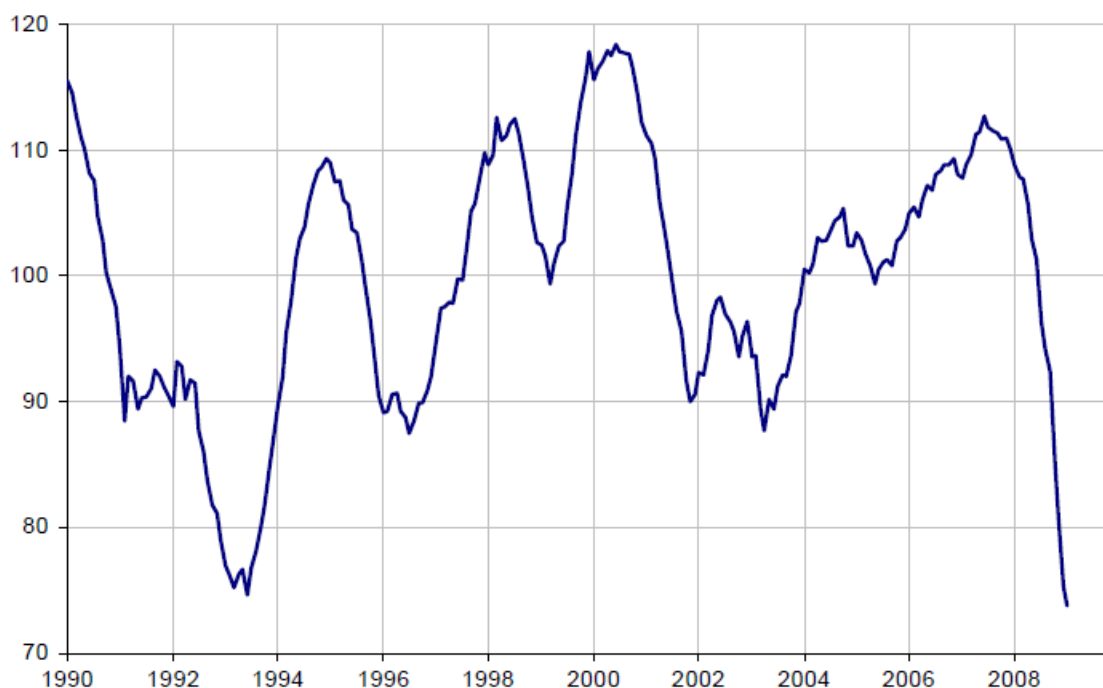
tendance à augmenter ses prix pour gagner davantage, tout en investissant pour augmenter cette capacité.

Effet de la concurrence sur l'inflation

De nos jours, la concurrence est beaucoup plus vive qu'il y a une dizaine d'années, du fait de la mondialisation qui accroît le nombre de pays - donc d'entreprises - qui ont accès à un marché donné sans pénalisation douanière ni coût de transport élevé. Cette concurrence est si vive que les risques de hausse des prix des produits industriels ou agricoles sont beaucoup plus faibles que naguère : une entreprise qui augmente ses prix risque de perdre des marchés. On peut donc moins redouter les effets d'une surabondance de liquidités que par le passé.

1.4.5 Conjoncture de l'économie française début 2009

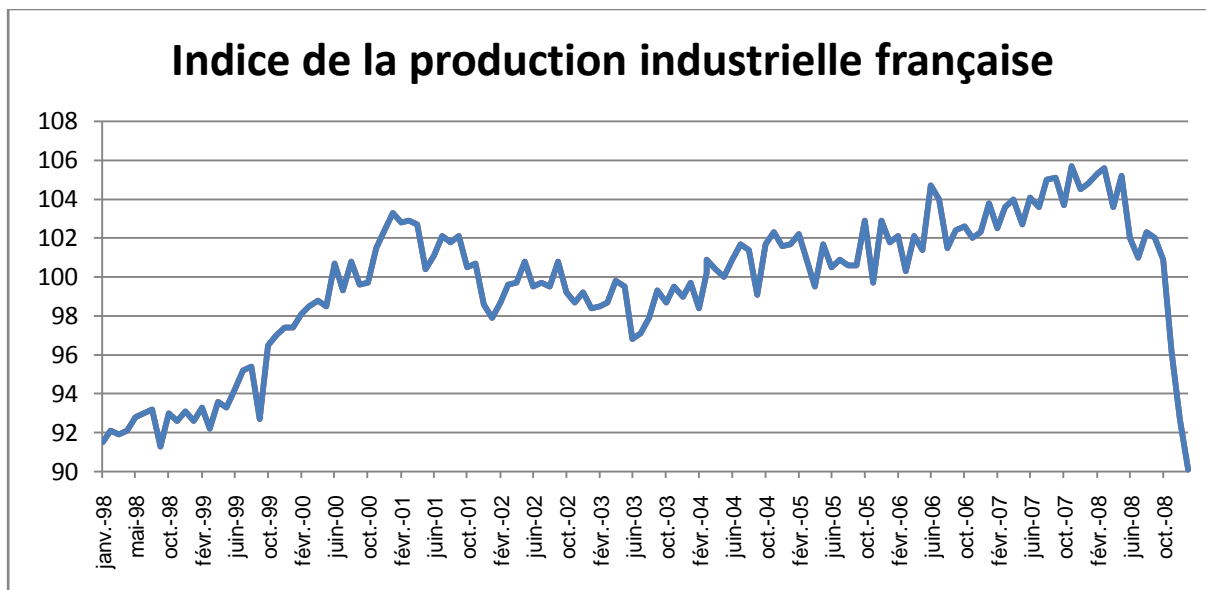
L'INSEE a mis en place deux nouveaux indicateurs de conjoncture [\[203\]](#) permettant de connaître l'opinion des chefs d'entreprise sur l'évolution de leurs affaires et leurs prévisions d'amélioration ou de détérioration de ces affaires. Ces indicateurs se sont avérés fidèles pour les diverses situations de conjoncture depuis 1990. Voici l'indicateur du climat des affaires de janvier 2009 (plus il est élevé, plus les industriels considèrent la conjoncture comme favorable) :



**Indicateur du climat des affaires français depuis début 1990 :
remarquer la plongée depuis septembre 2007**

Indice de la production industrielle

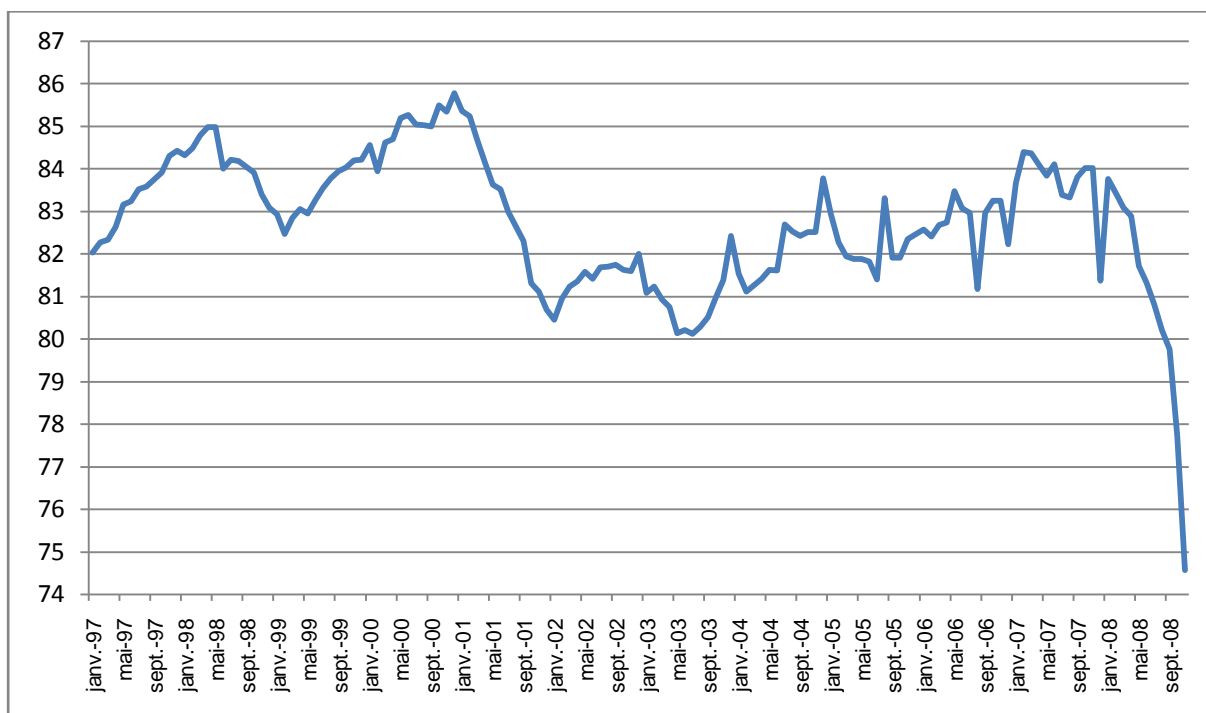
Selon l'INSEE [\[233\]](#), le graphique ci-dessous montre la variation de l'indice de la production industrielle française de janvier 1998 à décembre 2008. On voit la brutalité sans précédent de la chute à partir de l'été 2008 : l'industrie française freine sa production, elle entre en récession.



Indice de la production industrielle française de janvier 1998 à décembre 2008

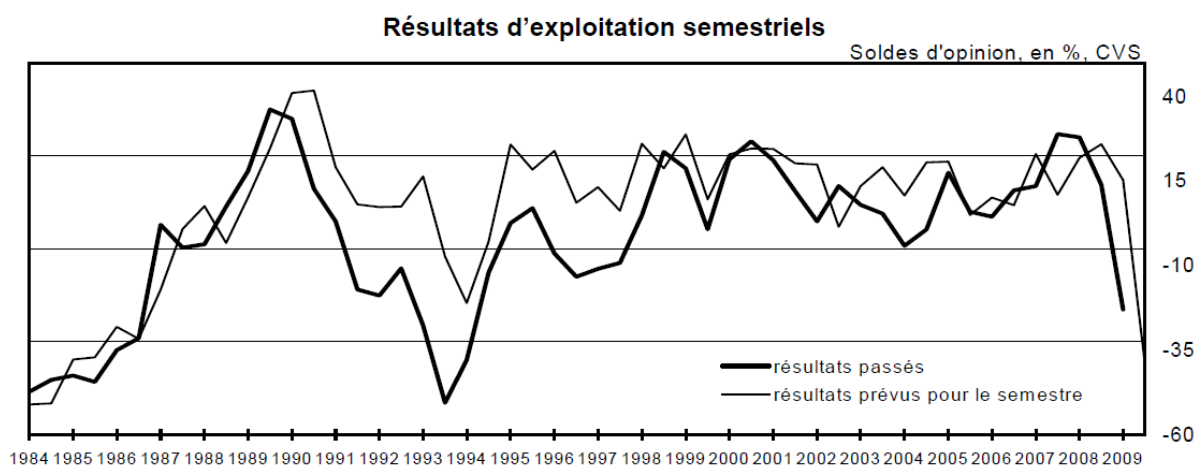
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie française

En temps normal, en France, les capacités de production [16] sont utilisées à 80-85 % environ. Voici, selon [144], l'évolution du taux d'utilisation de la capacité de production dans l'ensemble de l'industrie française de janvier 1997 à novembre 2008 ; on voit la chute brutale de ce taux à partir de mai 2008, chute due à la crise économique consécutive à la crise financière :



Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'ensemble de l'industrie française de janvier 1997 à novembre 2008 (%) : l'effondrement illustre la crise économique

Des entreprises qui n'ont pas assez de commandes (mais dont les frais généraux courent toujours) voient leurs résultats d'exploitation se dégrader en même temps que leur charge de travail baisse, comme le montre le graphique ci-dessous, issu de l'INSEE [\[220\]](#) :



**Opinion des chefs d'entreprise sur leurs résultats d'exploitation de 1984 à 2009
(opinions positives – opinions négatives, en %)**

On comprend que les entreprises ne veuillent ni investir ni embaucher pendant la crise, période où, en outre, les revendications de hausse des salaires des syndicats ne sont pas réalistes.

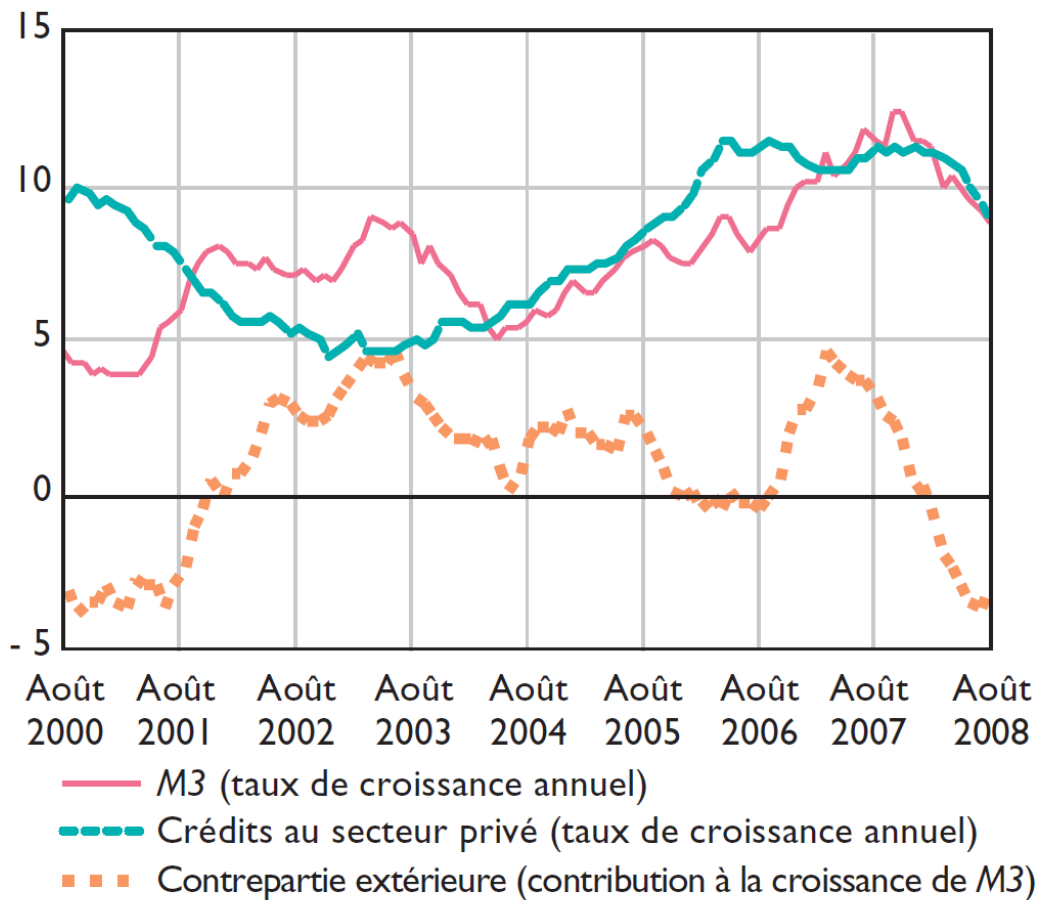
1.4.6 Les effets de l'inflation

L'inflation est aujourd'hui un phénomène permanent, généré automatiquement par le fonctionnement d'une économie moderne : la valeur de l'unité monétaire est amputée annuellement de 2 % à 4 % pour les pays les moins atteints, comme l'Allemagne, la France ou les Etats-Unis (sur une douzaine d'années, voir graphique [\[113\]](#)), et bien plus pour d'autres pays.

L'économie a constamment besoin d'argent pour financer les investissements des entreprises, des particuliers et du secteur public : *s'il n'y a pas assez d'argent disponible, une récession grave peut survenir*. Une des principales causes de la crise économique mondiale des années 1930 est un manque d'argent ; et la « crise des prêts subprime », qui a commencé en 2007, a produit une forte crise économique due à une restriction des crédits bancaires à l'économie s'ajoutant à un effondrement du secteur immobilier résidentiel.

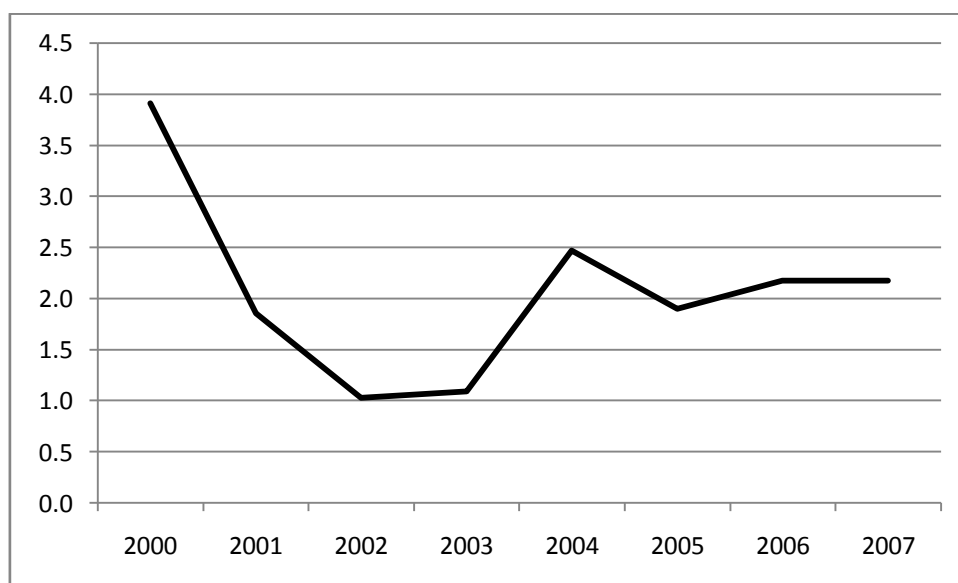
Les banques centrales veillent donc à laisser croître la masse monétaire suffisamment vite pour tenir compte de la croissance de la productivité [\[19\]](#) et de l'inflation ; la BCE [\[117\]](#), par exemple, a un objectif théorique de croissance de M3 dans la zone euro de 4.5 % par an (objectif régulièrement dépassé sans déclencher trop d'inflation) comme le montre le graphique ci-dessous, issu de [\[116\]](#).

(données cvs ; en %)



Source : BCE

Masse monétaire M3 et crédits au secteur privé dans la zone euro



**Croissance annuelle du PIB français en volume (%)
(c'est-à-dire inflation déduite) selon l'INSEE**

En comparant les croissances de M3 et des crédits au secteur privé avec la croissance du PIB en volume (c'est-à-dire inflation déduite) on voit que *la vitesse de circulation de l'argent diminue, ainsi que l'efficacité des crédits au secteur privé.*

Effet de la croissance de l'argent disponible

Comme il y a de plus en plus d'argent disponible, les acheteurs en ont en moyenne de plus en plus, ce qui crée en permanence une demande de produits et services supérieure à l'offre, donc de l'inflation.

L'inflation est un simple processus de régulation économique par la dépréciation monétaire. La hausse des prix est le mécanisme par lequel, de nos jours, l'excès permanent de la demande sur l'offre réalise l'équilibre entre offre et demande à un niveau de prix toujours plus élevé.

Conséquences de l'inflation

D'après ce qui précède, l'inflation est inévitable et bénéfique. Mais si la masse monétaire croît trop vite, l'inflation croît aussi et a des conséquences redoutables :

- **L'inflation accroît l'injustice sociale**, en diminuant le pouvoir d'achat des titulaires de revenus fixes (les retraités, par exemple) et en augmentant les profits des industriels et commerçants ; de ce fait, elle avive les antagonismes sociaux.
- **L'inflation stimule la consommation au détriment de l'épargne**, puisqu'avec une somme d'argent donnée c'est en achetant tout de suite qu'on peut obtenir le maximum, pas demain lorsqu'elle vaudra moins ;

Exemple : **la hausse des prix de l'immobilier français** représente 60 % de 1991 à fin 2004, soit 30 % en termes réels (inflation déduite). Cette flambée est due en grande partie aux taux d'intérêt très bas : comme ils peuvent emprunter en payant peu d'intérêt, environ 4 % début 2005 malgré une inflation de 2.4 %, les consommateurs se comportent comme s'ils avaient beaucoup d'argent et acceptent de payer très cher un bien qu'ils désirent fort. **Des taux d'intérêt bas génèrent donc de l'inflation.** Et les prix immobiliers qui montent entraînent à leur tour une hâte des acheteurs, car demain les prix seront encore plus élevés qu'aujourd'hui. Cette situation s'est déjà produite dans le passé : une telle « bulle immobilière » a déjà éclaté en France, entraînant des baisses brutales des prix de 50 % ou plus. Et elle s'est produite avec une extrême gravité aux Etats-Unis, où elle a éclaté en 2007, nous le verrons [plus bas](#).

- **L'inflation décourage l'épargne**, pourtant nécessaire au financement des investissements, à la constitution d'un capital de retraite et à l'assurance contre des aléas divers : décès, chômage, maladie, etc.

A l'inverse, la stabilité des prix réduit les intérêts demandés par les prêteurs de capitaux, donc le coût des investissements. Des investissements à coût abordable permettent à leur tour l'achat de matériels plus performants, permettant une meilleure productivité [19], donc une meilleure compétitivité, donc des gains de parts de marché et finalement des embauches. *La BCE (sur laquelle aucun gouvernement n'a de prise, car elle est indépendante) a pour premier devoir de veiller à la stabilité des prix (voir aussi [117] et [118]).*

- **L'inflation diminue la compétitivité d'un pays à l'exportation.** Lorsque les prix pratiqués par une entreprise augmentent, elle perd des parts de marché à l'exportation. Il en résulte des délocalisations et des suppressions d'emplois.

Dans un pays, toute hausse du niveau général des prix plus rapide que celle des autres pays avec lesquels il entretient des relations commerciales, se traduit par une augmentation des importations et une diminution relative des exportations, donc un déséquilibre de la balance des paiements courants qui est financé par une baisse des réserves de change. Il s'ensuit une **fuite des capitaux** et une **pression à la baisse du taux de change de la monnaie nationale**.

- **L'inflation masque la concurrence et en diminue l'efficacité, au détriment des consommateurs.** En période d'inflation importante, une entreprise peu concurrentielle peut s'en sortir avec des hausses de prix fréquentes ; habitués et résignés aux hausses de prix, ses clients les acceptent le plus souvent. Ils les acceptent d'autant mieux qu'elles sont accompagnées de modifications insignifiantes (mais annoncées comme améliorations significatives !) des produits vendus par l'entreprise.

En période de stabilité des prix, au contraire, la concurrence est très vive, d'autant plus vive que les consommateurs et les entreprises peuvent facilement s'informer sur les prix grâce à Internet. En outre, la monnaie unique de la zone euro [117] permet de comparer facilement les prix dans un marché immense, bien plus grand que le seul marché français. *L'intensité de la concurrence contribue à stabiliser les prix, une entreprise risquant de perdre des parts de marché si elle augmente trop les siens.*

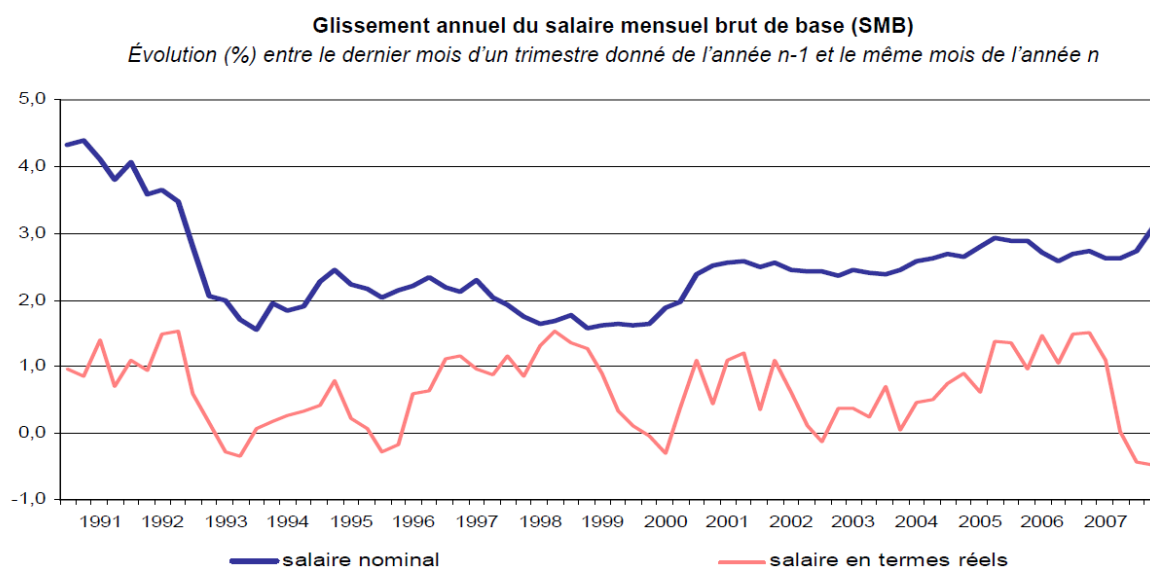
Une forte concurrence incite chaque entreprise à se dépasser sans cesse, en améliorant ses produits et services, en augmentant sa productivité [19], en s'adaptant très vite à une attaque de la concurrence ou une opportunité qui se présente, en se développant à l'étranger, etc. *Les consommateurs en tirent profit, grâce à des améliorations de produits et de prix, et à un choix de produits plus étendu.* Exemples : l'évolution des performances et des prix des PC depuis vingt ans, et le remplacement de technologies dépassées comme la photo argentique par des technologies plus modernes comme la photo numérique.

- **L'inflation fausse les calculs économiques à long terme,** provoquant des anticipations inflationnistes ou des décisions erronées (d'investissement, etc.), ce qui sacrifie la croissance future.

On voit à quel point une inflation excessive est dommageable.

L'expérience a montré que **l'inflation ne doit pas dépasser 2 % par an**, taux comparable à celui du progrès de la productivité [19]. C'est l'objectif que s'est fixée la Banque Centrale Européenne [117] et auquel la France a souscrit. La BCE y parvient en ajustant les taux d'intérêt de référence et en maîtrisant la croissance de la masse monétaire M3. Comme le montre le graphique ci-dessous, issu de [119], la régulation économique due à cette politique monétaire :

- a produit pour les salariés français **une croissance continue du pouvoir d'achat** (qui n'a diminué que très rarement d'une année sur l'autre) ;
- a **limité l'inflation française à moins de 2 % par an** [113] depuis l'entrée en fonction de la BCE en 1998 [117], alors qu'elle était supérieure à 2 % avant 1992 et a dépassé 3 % en 1987.



Sources : enquête Acemo du ministère du Travail, des Relations sociales, de la Famille et de la Solidarité et indice des prix à la consommation, Insee

Niveau de vie en France : évolution du salaire moyen brut et de son pouvoir d'achat inflation déduite d'après l'INSEE

1.4.7 Difficulté d'une relance par la consommation (relance keynésienne)

Il y a en France des politiciens et des syndicalistes irresponsables qui préconisent une forte augmentation instantanée du pouvoir d'achat, censée améliorer le niveau de vie des salariés modestes et relancer l'économie. Une telle augmentation est possible de bien des façons :

- En augmentant le SMIC, comme les divers gouvernements français l'ont fait chaque année sans se préoccuper de savoir si le travail ne devenait pas trop cher ; et comme il le devenait dans beaucoup de secteurs économiques, cela créait des chômeurs.
- En diminuant les impôts.

- En versant des allocations ou primes diverses, etc.

Une telle politique s'appelle « relance [keynésienne](#) ». Nous allons voir pourquoi **elle ne marche jamais pendant plus de quelques mois**, délai après lequel elle se retourne systématiquement contre le pouvoir d'achat des gens les plus modestes et l'économie du pays tout entier. Pour le comprendre, il nous faut d'abord savoir ce qu'est le « chômage keynésien ».

1.4.7.1 Le chômage keynésien

Le chômage est dit *keynésien* lorsque la production demandée est inférieure à la production offerte, c'est-à-dire lorsque les capacités de production de l'économie [\[16\]](#) sont sous-utilisées. Le sous-emploi (le chômage) résulte alors de cette sous-utilisation, qui entraîne des suppressions de postes, donc de l'insuffisance de la demande. Ce fut le cas, par exemple, pendant la grande crise économique des années 1930.

L'Etat peut alors tenter de relancer la consommation en distribuant de l'argent ou en diminuant ses prélèvements, c'est-à-dire en faisant une politique de relance keynésienne (ainsi nommée parce qu'elle a été recommandée par l'économiste John Maynard Keynes dans son célèbre ouvrage de 1936 "La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie" [\[120\]](#).) L'Etat se procure de quoi financer le déficit budgétaire de cette politique en empruntant, *ce qui reporte sur les générations suivantes la charge de remboursement de cet emprunt*.

1.4.7.2 Condition de succès d'une relance keynésienne

Il faut bien voir que **cette politique ne peut réussir que si cette relance de la consommation est pratiquée simultanément par tous les pays d'une vaste zone économique, ou dans un pays qui importe relativement peu par rapport à sa production intérieure, comme les Etats-Unis** (où le Plan Bush a relancé l'économie en 2003 à partir de baisses d'impôts, et où le plan Obama l'a relancée à partir de 2009).

En effet, lorsqu'ils reçoivent soudain de l'argent sur lequel ils ne comptaient pas, la plupart des gens le dépensent rapidement. Si l'économie du pays est en fort sous-emploi, elle redémarre vigoureusement. En même temps, sachant que selon [\[121\]](#) page 4, en 2007, les importations (535 milliards d'euros) représentaient en France environ 33 % du PIB (1634 milliards d'euros) [\[7\]](#), sur chaque euro supplémentaire dépensé, 33 centimes vont à des importations. (En comparaison, en 2008 les importations ne représentaient aux Etats-Unis que 15 % du PIB).

En outre, si la capacité de production [\[16\]](#) d'un secteur de l'économie française ne peut répondre à un accroissement soudain de la demande, ce sont les importations qui satisfont cette demande en explosant ; en même temps, il se produit en France, dans ce secteur, une hausse des prix intérieurs par excès de la demande, hausse qui rend les produits importés moins chers donc accroît encore plus les importations. **Et si les principaux partenaires commerciaux ne font pas eux-mêmes une relance keynésienne de la consommation en même temps que la France, non seulement c'est leur capacité de production qui satisfait la demande d'importations supplémentaires de la France (qui a fait la relance toute seule), mais leurs produits**

étant plus compétitifs parce qu'ils n'ont pas subi d'inflation, leurs exportations en France explosent alors que nos exportations plus chères diminuent.

C'est pourquoi la relance de 26 milliards d'euros lancée par le gouvernement Sarkozy début 2009 (un peu moins de 15 si l'on déduit les 11.4 du rattrapage par l'Etat du paiement de ses dettes aux entreprises, baptisé « soutien à leur trésorerie » [207]) était entièrement centrée sur des activités de service et d'investissement générant peu d'importations. La France ne pouvait pas faire une vigoureuse relance keynésienne par la consommation, car ses partenaires de la zone euro n'en faisaient pas une, ou pas en même temps ; nous souffrons de l'Europe du chacun pour soi...

1.4.7.2.1 Exemple de relance keynésienne catastrophique

En France, lorsque le gouvernement de gauche Mauroy a pratiqué cette politique de relance de la consommation en 1981 sans que le reste de l'Europe suive, le pouvoir d'achat distribué ne s'est guère traduit par un redémarrage de l'économie française. Il s'est traduit par de l'inflation, une explosion des importations et un déficit commercial insupportable dès 1982, puis par un plan de rigueur en 1983 accompagné de *trois dévaluations du franc (dont deux en moins d'un an)* : la gauche socialo-communiste a alors été obligée d'admettre que son idéologie marxiste lui avait fait commettre une erreur en violant une loi économique connue !

Insistons : dans un marché ouvert et intégré comme celui de l'Union européenne, si un pays (ou un petit groupe de pays) fait seul une relance par la consommation, une partie importante du pouvoir d'achat distribué aux ménages relancera l'économie des pays qui n'ont pas fait la relance, qui exporteront plus de biens vers les pays dont la consommation augmente. En France, une telle relance ne peut être bénéfique que si nos principaux partenaires commerciaux, au premier rang desquels il y a l'Allemagne, en font une en même temps.

Donc *si un politicien ou un syndicaliste français propose à ses concitoyens une politique de relance de la consommation qui ne s'étend pas - au minimum - à nos principaux partenaires de l'Union européenne, c'est un démagogue et il ne faut pas voter pour lui* ; il faut que la leçon des années 1982-1983 nous ait au moins appris cela.

En outre, dans la France du XXI^e siècle, une relance keynésienne aurait un handicap supplémentaire : *au lieu de le dépenser, beaucoup de Français mettraient l'argent supplémentaire reçu de l'Etat à la Caisse d'épargne*, où (petits capitalistes [10] qui s'ignorent !) ils ont 46 millions de livrets. La raison est très française : nous sommes un des peuples les plus inquiets du monde quand il s'agit de l'avenir ; les ménages français épargnent 15.8 % de leur revenu disponible [111]. Cela vient de notre peur du chômage et cela freine notre économie. [Quant aux Américains, jusqu'à la crise des subprime de 2007 ils n'épargnaient pratiquement pas, dépensant souvent plus qu'ils ne gagnaient, grâce au crédit !](#)

1.4.7.3 **L'accroissement de la dette**

Il faut bien voir, aussi, qu'une relance keynésienne produit un fort accroissement de la dette nationale, qu'il faudra un jour rembourser avec intérêts. Or pour rembourser cette dette, l'Etat devra avoir un budget en excédent, c'est-à-dire prélever sur les contribuables plus d'argent qu'il n'en dépense pour eux : il devra alors faire le contraire de la relance, en reprenant l'argent distribué augmenté des intérêts. Et

comme cela risque de se produire plusieurs années ou même dizaines d'années après, **une relance keynésienne se fait toujours aux frais des générations suivantes, ce qui est assez immoral**. La seule manière pour que le remboursement de la dette soit peu douloureux est que le pays bénéficie d'une très forte croissance, qui produira alors de l'excédent budgétaire sans baisse du niveau de vie des citoyens.

Mais compte tenu de la forte intégration de l'économie française dans celle de l'Union européenne, une très forte croissance de la France a peu de chances de se produire sans une croissance comparable des pays partenaires. Et une telle croissance est peu probable vu le nombre de pays comme la France, l'Allemagne, la Belgique, etc., qui dépensent l'argent public en transferts sociaux et subventions avant que l'économie ait produit les richesses correspondantes, d'où leur déficit et leur fort endettement qui durent depuis des décennies.

1.4.7.4 Conclusion sur une relance keynésienne de l'économie

Une relance keynésienne de l'économie ne peut avoir qu'un effet à court terme. Cet effet, bénéfique en cas de dépression, laissera une dette aux générations suivantes. Quitte à ce que l'Etat dépense un argent emprunté, il vaut mieux qu'il donne la priorité à des investissements dans l'infrastructure (routes, télécommunications, etc.), la lutte contre le réchauffement climatique, les économies d'énergie ou la recherche, investissements favorables à une croissance durable de l'économie en même temps qu'à une évolution technologique, et qui produisent un avantage concurrentiel.

1.5 Mécanismes de stabilisation des prix

Vu les effets néfastes de l'inflation et le danger de récession due à un manque de liquidités, la zone euro stabilise les prix grâce à la politique monétaire de la BCE : *l'inflation ne doit pas y dépasser l'objectif de 2 % par an* [\[117\]](#).

Cette stratégie ne peut constituer qu'un compromis : les économies des pays de la zone restant indépendantes, avec des législations (sociale, du travail, du commerce, des impôts, etc.) différentes et des services publics plus ou moins développés et coûteux, certains pays ont plus d'inflation que d'autres. Certains pays auraient besoin d'une politique monétaire plus accommodante car leur inflation est faible, et d'autres auraient besoin d'une politique plus restrictive pour juguler leur inflation.

La politique monétaire de la zone euro, conduite par la BCE [\[117\]](#), est basée :

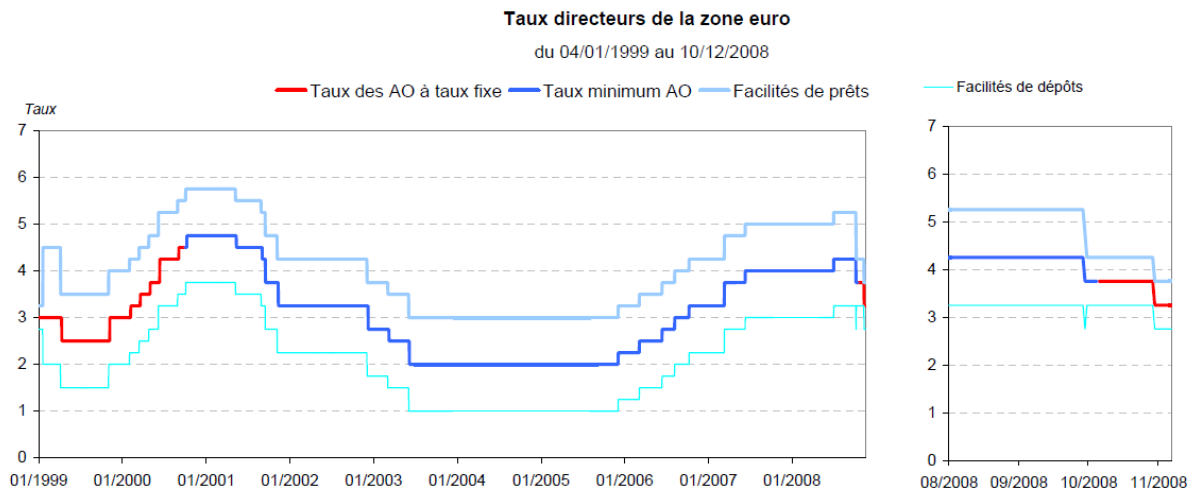
- Sur un pilotage des taux d'intérêt à très court terme sur le [marché monétaire](#) de l'euro, principalement le loyer de l'argent au jour le jour ;
- Sur une régulation de la quantité d'argent disponible pour les crédits à l'économie (masses monétaires, particulièrement M3).

Voyons les détails.

1.5.1 Les taux d'intérêt

Comme tous les pays de la zone euro ont la même monnaie, l'euro, *ils doivent avoir les mêmes taux d'intérêt* : si un pays A avait des taux plus faibles que ceux du pays B, on pourrait emprunter dans A des sommes qu'on prêterait dans B, en gagnant de

l'argent sans rien faire et sans risque. C'est pourquoi la BCE pratique des taux directeurs identiques pour tous les pays de la zone euro [\[122\]](#).



**Taux directeurs de la zone euro publiés le 04/12/2008 [\[122\]](#)
(AO signifie appels d'offres)**

Un taux directeur élevé freine le crédit, donc l'économie, et un taux bas l'accélère au risque de favoriser l'inflation. Une modification du taux n'agit qu'au bout de 6 mois ou plus, sauf sur la bourse, qui en anticipe les effets sur les entreprises.

Le taux d'intérêt a aussi un effet sur le taux de change de l'euro par rapport aux devises étrangères : dollar, livre sterling, yen japonais, etc.

- Un taux élevé rémunère beaucoup les prêts d'argent et attire donc en zone euro l'argent étranger : les étrangers achètent donc des euros en échange de leurs propres devises, ce qui les fait baisser et fait monter l'euro.

Un euro qui a une valeur élevée rend les importations de l'Union européenne bon marché, ce qui est favorable aux consommateurs européens, mais rend ses exportations chères, ce qui nuit à la compétitivité des producteurs européens.

- Un taux bas a l'effet inverse : il fait baisser l'euro, favorise les exportations et provoque une hausse du coût des importations, donc des prix payés par les consommateurs sur les biens et services importés.

1.5.1.1 Inflation maîtrisée et taux d'intérêt à long terme

Un taux d'intérêt à long terme dépend toujours de la hausse des prix prévue pendant la durée du prêt correspondant, donc de la confiance que les prêteurs peuvent avoir dans la capacité de la banque centrale de maîtriser l'inflation. Il est remarquable que de nombreux prêteurs acceptent aujourd'hui de prêter de l'argent en euros à 30 et même 50 ans, sans pour autant exiger des taux d'intérêt dissuasifs ; cela prouve la confiance qu'ils ont dans l'aptitude de la BCE à maîtriser l'inflation de la zone euro [\[117\]](#).

Il en résulte aussi un effet très bénéfique pour l'économie, la possibilité d'emprunter à long terme à coût modéré, ce qui est favorable à la consommation et à l'investissement.

1.5.1.2 Impact des taux d'intérêt

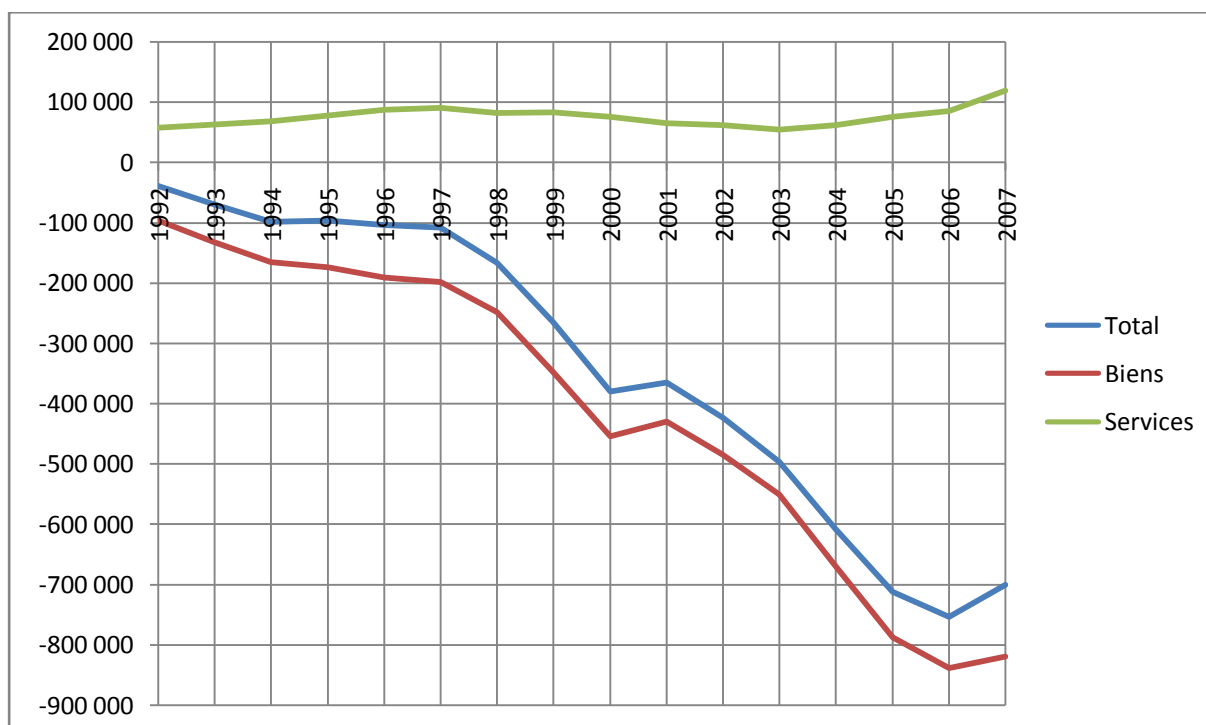
A première vue, tous les emprunteurs voudraient des taux d'intérêt aussi bas que possible :

- Les entreprises voudraient toujours le taux le plus bas possible, pour que leurs clients disposent du maximum d'argent pour leur acheter quelque chose, et pour que leurs investissements leur coûtent le moins cher possible.
- Les consommateurs aussi voudraient les taux les plus bas possibles, pour pouvoir emprunter davantage en payant moins d'intérêts.
- Les gouvernements voudraient aussi les taux les plus bas possibles, pour emprunter au meilleur coût possible de quoi boucher les trous de leur budget.

Mais des taux d'intérêt faibles n'encouragent pas les investisseurs internationaux à prêter des fonds à des emprunteurs de la zone euro. Et des taux d'intérêt plus élevés hors zone euro - par exemple aux Etats-Unis, où fin 2006 le taux directeur était de 5.25 % contre 3.25 % dans la zone euro - encouragent les investisseurs (européens ou non) à prêter de l'argent aux Américains plutôt qu'aux Européens.

1.5.1.2.1 Le déficit du commerce extérieur américain

Le commerce extérieur des Etats-Unis présente un déficit colossal, comme le montre le graphique ci-dessous :



**Balance du commerce extérieur des Etats-Unis de 1992 à 2007 en millions de \$ [\[123\]](#)
En 2007, la balance (exportations – importations) était en déficit de 700 milliards de dollars**

Bien que cette balance déficitaire américaine soit libellée en dollars, elle doit être financée, soit en vendant des biens, des services ou des titres américains à des étrangers, soit en leur empruntant de l'argent. Et en effet, les étrangers financent le déficit commercial américain en achetant des titres du Trésor américain, c'est-à-dire en prêtant de l'argent au gouvernement américain [126] ; et ces achats ont tendance à faire monter le taux de change du dollar, donc à rendre les importations moins chères pour les Américains, ce qui arrange bien les pays exportateurs comme la Chine, le Japon et l'Allemagne.

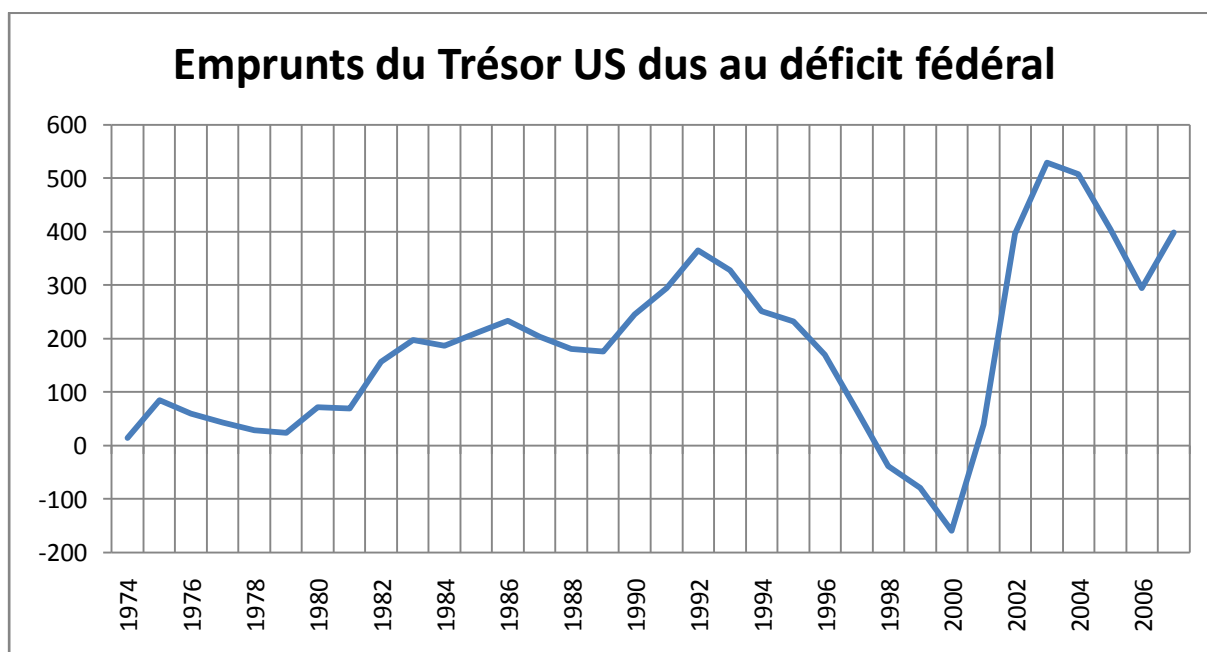
Le déficit commercial d'un pays (ou de la zone euro) induit une vente de sa devise pour acquérir des devises étrangères, donc une tendance à la baisse du cours de cette devise. Si cette devise baisse, les exportations du pays deviennent d'autant plus compétitives qu'elles bénéficient d'un effet multiplicateur. Et comme, de leur côté, les importations deviennent plus chères et tendent à baisser en volume, l'ensemble a tendance à rééquilibrer la balance du commerce extérieur.

En pratique, le commerce extérieur américain est structurellement déficitaire depuis le milieu des années 1990 ; les Américains profitent de ce qu'ils peuvent payer et emprunter en dollars (monnaie de réserve) pour vivre au-dessus de leurs moyens.

L'évolution du commerce extérieur français, dont le déficit s'aggrave, est abordée [là](#).

1.5.1.2.2 Le déficit du budget fédéral américain

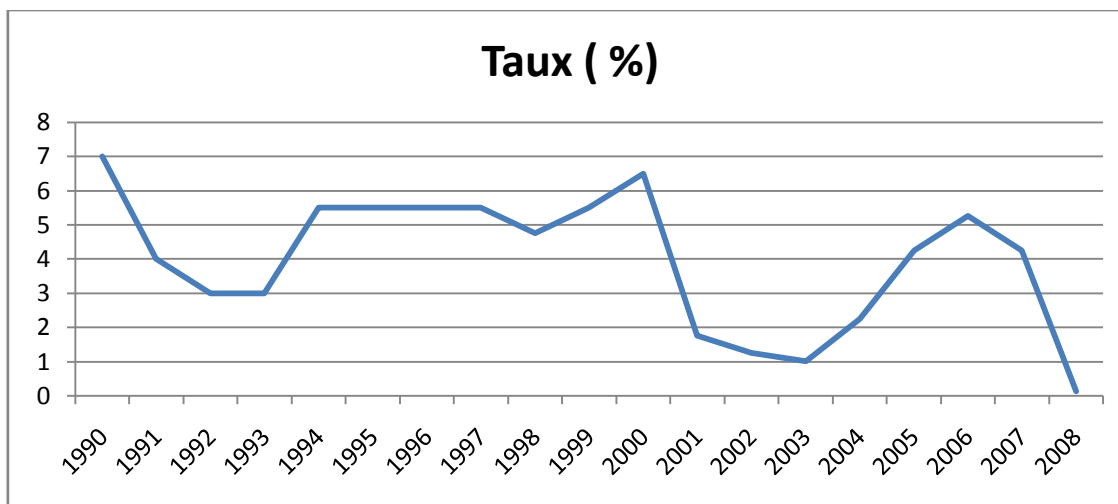
L'année fiscale américaine va du 1^{er} octobre d'une année au 30 septembre de l'année suivante. En plus du déficit de son commerce extérieur, le gouvernement américain doit financer le déficit de son budget fédéral, qui a atteint 400 milliards de dollars en 2007, comme le montre le graphique ci-dessous, issu de [124]. Voir aussi la dette publique américaine début 2009 [127] et son financement par le Trésor [126].



Emprunts annuels du Trésor des Etats-Unis de 1974 à 2007 dus au déficit budgétaire (milliards de dollars par an – Excédents de 1998 à 2000)

1.5.1.2.3 Financement des déficits américains, commercial et fédéral

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des taux d'intérêt de la Réserve fédérale (FED) compte tenu de ses 3 missions [\[125\]](#) ; on remarque les taux quasi nuls début 2009 pour favoriser les prêts à l'économie, donc la relance :



Evolution des taux d'intérêt "Target rates" de la FED

La réputation de solvabilité du Trésor des Etats-Unis auprès des investisseurs du monde entier est si considérable qu'il empruntait chaque mois début 2009 de l'argent par milliards de dollars à un taux d'intérêt quasi nul, voir même négatif ! [\[126\]](#) [\[128\]](#). *Le premier prêteur étranger au gouvernement américain est la Chine ; de nos jours, ce pays pauvre qui épargne finance le pays le plus riche du monde, qui vit au-dessus de ses moyens et n'épargne à peu près rien avant la crise* [\[129\]](#).

1.5.1.3 **Principe de la neutralité à long terme**

La BCE [\[117\]](#) passe son temps à estimer l'inflation à moyen terme, pour fixer son taux d'intérêt de référence à un niveau juste assez élevé pour maintenir l'inflation moyenne de la zone euro aux environs de 2 %. Si, comme le demandent certains politiciens, elle baissait davantage son taux, l'inflation augmenterait, et nous avons vu à quel point c'est dangereux à moyen et long terme.

A court terme, une baisse du taux de référence d'une banque centrale peut, en facilitant les emprunts, stimuler la consommation et l'investissement (qui représentent ensemble environ 90 % du PIB [\[7\]](#) d'un pays comme la France ou les Etats-Unis), donc l'économie toute entière ; son effet se voit au bout de six mois à un an, et risque d'être accompagné d'une hausse des prix. Ceci suppose, bien entendu, que la capacité de production du pays [\[16\]](#) ne soit pas déjà saturée, sinon on se trouve dans le cas d'une [relance keynésienne](#). *Mais une telle relance par les taux n'est qu'une impulsion dont l'effet ne peut durer longtemps*. Nous allons voir à présent l'effet à *long terme* d'une baisse des taux de référence et de la hausse de la masse monétaire en circulation.

Source : Document de la BCE [130].

"Les limites de la politique monétaire

La manière dont la politique monétaire influence l'économie peut s'expliquer comme suit. La banque centrale est la seule émettrice de billets de banque et la seule pourvoyeuse de réserves bancaires, c'est-à-dire qu'elle détient le monopole de l'approvisionnement de la base monétaire [monnaie émise par la banque centrale]. En vertu de ce monopole, la banque centrale peut influencer les conditions du [marché monétaire](#) et piloter les taux d'intérêt à court terme."

"...à long terme, c'est-à-dire après que tous les ajustements de l'économie ont été assimilés, une modification de la quantité de monnaie présente dans l'économie se traduit par un changement du niveau général des prix et n'induit pas de modifications permanentes de variables réelles telles que la production réelle ou le chômage."

"A long terme, la banque centrale ne peut pas influencer la croissance économique en modifiant l'offre de monnaie."

(Une injection d'argent dans l'économie a un effet *temporaire* de stimulation de la production. Elle ne peut induire ni une croissance durable ni une création d'emplois pérenne ; son effet à long terme est une dépréciation de l'unité monétaire, qui représente alors une plus faible proportion de la richesse totale. Ce point de vue de la BCE est conforme à [la thèse monétariste](#) de la neutralité à long terme.)

"A long terme, le revenu réel ou le niveau de l'emploi au sein de l'économie est essentiellement déterminé par des facteurs réels (liés à l'offre). Il s'agit du progrès technologique, de la croissance de la population, des préférences des agents économiques et de tous les aspects du cadre institutionnel de l'économie (notamment les droits de la propriété, la politique fiscale, les politiques sociales, les autres réglementations déterminant la flexibilité des [marchés](#) et les incitations aux apports de travail ou de capital et aux investissements en capital humain)."

(La BCE modifie ses taux d'intérêt directeurs et contrôle la masse monétaire M3 afin d'accélérer ou de ralentir la croissance monétaire jusqu'à un rythme cible, calculé pour favoriser la stabilité des prix dans la zone euro.)

[Pour déterminer sa politique monétaire] *"...la BCE examine régulièrement l'évolution globale de la production, de la demande et de la situation sur le marché du travail, de même que celle d'une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts ainsi que celle de la politique budgétaire et de la balance des paiements de la zone euro. Entre autres choses, ces indicateurs contribuent à évaluer les mouvements de la demande globale, de l'offre globale et du degré d'utilisation des capacités de production."*

"Une variation de la quantité de monnaie en circulation représente, en fin de compte, une modification de l'unité de compte (et donc du niveau général des prix) qui laisse toutes les autres variables inchangées, tout comme un changement de l'unité standard utilisée pour mesurer la distance (où l'on passerait par exemple du kilomètre à la lieue) ne modifierait nullement la distance réelle entre deux endroits."

Les citoyens doivent donc comprendre qu'à long terme aucune politique monétaire de la BCE, aucune baisse des taux d'intérêt directs, ne peut créer de la croissance ou combattre le chômage.

Lorsque des politiciens comme Mme Ségolène Royal et M. Nicolas Sarkozy accusent la BCE de pratiquer des taux d'intérêt trop élevés, qui pénalisent l'économie, la consommation et le coût des intérêts payés par l'Etat sur ses emprunts, *ils ont tort*. Une baisse de ces taux ne donnerait qu'un coup de fouet temporaire à l'économie, au prix d'une inflation un ou deux ans après qui, elle, ferait mal. Et elle encouragerait l'Etat à continuer ses dépenses excessives au lieu de pratiquer une politique vertueuse de limitation des transferts sociaux, des subventions innombrables et du nombre de fonctionnaires.

1.5.2 La politique des taux de change de l'euro

Voici un extrait d'une déclaration du président de la BCE de mars 1999 [132].

" Considérés séparément, les pays de la zone euro sont, pour la plupart, des économies extrêmement ouvertes. En 1997, la part totale des exportations et des importations de ces pays dans le PIB cumulé de la zone [7] s'est établie à 53 %. En revanche, pour l'ensemble de la zone euro, les échanges de biens, mesurés par le total des exportations et des importations [vers des pays hors zone], représentent environ 26 % du PIB, soit un chiffre à peine plus élevé que celui enregistré par les Etats-Unis et le Japon. En conséquence, une variation du taux de change de l'euro a désormais moins d'importance pour l'évolution économique intérieure que n'en avait par le passé une fluctuation de même ampleur du cours de change de la monnaie nationale.

Néanmoins, le taux de change, par son incidence sur l'activité économique et les prix, influe sur les perspectives en matière de stabilité des prix ; dès lors, il continue incontestablement de jouer un rôle important dans la politique monétaire de l'Eurosystème [117]. "

Il ne faut donc pas attendre d'impact important d'une baisse de l'euro par rapport au dollar, à la livre sterling, etc. sur le PIB [7] et le chômage, car une grande partie du commerce extérieur français se fait avec des pays de la zone euro (environ les 2/3). Donc même si la baisse de l'euro que réclament certains politiciens avait lieu, son effet serait modeste. Et comme cette baisse rendrait plus chères nos importations de pétrole et autres matières premières, elle induirait de l'inflation, dont nous avons vu les effets pernicieux.

1.5.2.1 Le taux de change de l'euro ne dépend guère de la BCE

Dans la zone euro, c'est *théoriquement* l'ECOFIN (Conseil des affaires économiques et financières, qui regroupe les ministres des finances des pays membres [4]) qui fixe les taux de change de l'euro par rapport aux autres devises : dollar, livre sterling, yen, etc. *L'Union européenne a attribué cette responsabilité à des politiques au lieu de la BCE, ce qui permet en principe aux gouvernements de prendre, en fixant un certain taux de change de l'euro par exemple par rapport au dollar, des décisions qui affectent la stabilité des prix.* Si la BCE avait eu la responsabilité des taux de change

de l'euro, elle aurait pu trouver le meilleur compromis possible entre inflation et taux de change favorable à la croissance économique. *Le système actuel est donc bancal et conflictuel par nature.* A ce propos, [132] précise :

"...dans un monde caractérisé par des [marchés internationaux de capitaux](#) intégrés et très liquides, il est fort douteux que la solution consistant à fixer des taux de change ou à déterminer des cibles de taux de change puisse être mise en œuvre avec succès. De nos jours, en raison de la sophistication, de la profondeur et de la liquidité des marchés de capitaux, les banques centrales éprouvent de plus en plus de difficultés à défendre un taux de change pendant une période prolongée."

Donc la baisse volontariste de l'euro que réclament des politiciens comme Mme Royal et M. Sarkozy n'a guère de chances de réussir contre les marchés financiers, à supposer en outre que nos partenaires de la zone soient convaincus de son utilité... (Voir le paragraphe « [Le mythe de la moralisation du capitalisme](#) »).

Mais *en pratique* les membres de l'ECOFIN ont décidé en décembre 1997 de n'intervenir sur les taux de change qu'en dernier ressort, dans des circonstances exceptionnelles : ils laissent faire les marchés de capitaux. En pratique, donc :

Le taux de change utilisé sur le marché pour convertir des devises d'une économie A vers une économie B dépend des fondamentaux des deux économies : inflation, croissance, taux d'intérêt, déficits, balance des paiements, etc.

Il dépend aussi et surtout des anticipations des opérateurs, qui spéculent sur le fait qu'une des devises va monter par rapport à l'autre.

L'euro « fort » résulte donc pour l'essentiel d'anticipations (de hausse des bourses européennes, des taux de change effectifs et des taux d'intérêt) par les détenteurs de capitaux, qui achètent des euros en pariant sur ces hausses. La BCE pratiquant toujours les taux d'intérêt les plus faibles possibles compatibles avec la maîtrise de l'inflation à moyen terme, ses décisions de hausse ou de baisse des taux sont assez prévisibles [146]. En définitive, l'euro fort résulte surtout d'une conjoncture où, pendant un certain nombre de mois, la croissance économique européenne accélère pendant que la croissance américaine ralentit : *la BCE n'est en rien responsable.* On peut résumer cela en disant que « l'euro fort » traduit surtout un dollar faible !

C'est l'énormité du déficit de la balance commerciale et du budget fédéral des Etats-Unis qui est la première cause de la baisse du dollar (que les Américains veulent maintenir bon marché pour rendre leurs exportations moins chères et leurs importations plus chères).

La deuxième cause de l'euro fort est le yen faible (l'économie japonaise est la deuxième du monde) : [les taux d'intérêt au Japon sont au voisinage de 1 % depuis la fin des années 1980, sans pour autant que la croissance de l'économie](#)

[japonaise accélère sensiblement](#). Cet exemple illustre le faible impact à long terme d'une action volontariste d'une banque centrale sur le taux de change de sa monnaie.

La dernière cause de l'euro fort est le yuan chinois, largement sous-évalué pour accroître artificiellement la compétitivité de ce pays, aux coûts de production pourtant déjà faibles.

Conclusion : le meilleur moyen d'assurer la stabilité du taux de change de l'euro est une politique économique des pays membres structurellement saine, avec des budgets stables et équilibrés.

1.5.2.2 Impact du taux de change de l'euro sur les investissements étrangers

La France investit chaque année à l'étranger environ 1,4 fois plus que les étrangers investissent en France. Il s'agit de sommes considérables et nos filiales étrangères nous rapportent beaucoup d'argent [\[133\]](#). Comme nous investissons à l'étranger plus que nous n'en recevons d'investissements, nous avons intérêt à ce que l'euro soit fort pour que nos investissements étrangers nous coûtent moins cher.

L'euro fort ne décourage pas les investisseurs étrangers en France. C'est ainsi qu'entre 2004 et 2006, selon l'OCDE [\[133\]](#), ils ont investi en France 64.9 milliards de dollars par an en moyenne contre 67.5 en Chine, pays infiniment plus grand, à croissance bien plus rapide et main d'œuvre meilleur marché.

1.5.3 Régulation de la quantité d'argent disponible

Le taux d'intérêt de référence n'est pas le seul moyen à la disposition de la BCE pour assurer la stabilité des prix, *elle peut aussi jouer sur la quantité d'argent dont les banques disposent pour financer des prêts*. Elle dispose des instruments financiers [\[22\]](#) suivants :

- *Les facilités permanentes*, qui permettent soit d'accroître la liquidité bancaire lorsqu'elle manque, soit de l'absorber lorsqu'elle est en excès [\[134\]](#) ;
- *Les réserves obligatoires* que les établissements de crédit doivent constituer auprès de leur banque centrale nationale [\[134\]](#) ;
- *Les opérations d'open market* [\[3\]](#).

Ces instruments permettent de moduler les conditions de refinancement des banques de second rang ou leur besoin structurel de liquidités, et ce faisant, d'agir indirectement sur le crédit, en rendant son accès plus facile ou plus difficile.

Comme le rappelle le Sénat dans [\[135\]](#), la BCE n'a pas *elle-même* de fonction de « prêteur en dernier ressort » (appelé aussi « prêteur ultime ») dans la zone euro.

(Un tel prêteur est capable de consentir des prêts d'urgence à des établissements qui, bien que solvables en régime normal, se trouvent confrontés à une pénurie de liquidités. Une telle situation est généralement susceptible d'être gérée par n'importe quelle banque centrale, puisque ces institutions disposent d'une capacité illimitée de créer de la monnaie.)

La BCE confie aux banques centrales nationales le soin d'exécuter d'éventuelles décisions de prêteur ultime prises par elle dans le cadre des décisions de son Conseil des gouverneurs.

1.5.3.1 Action de la BCE sur la masse monétaire M3

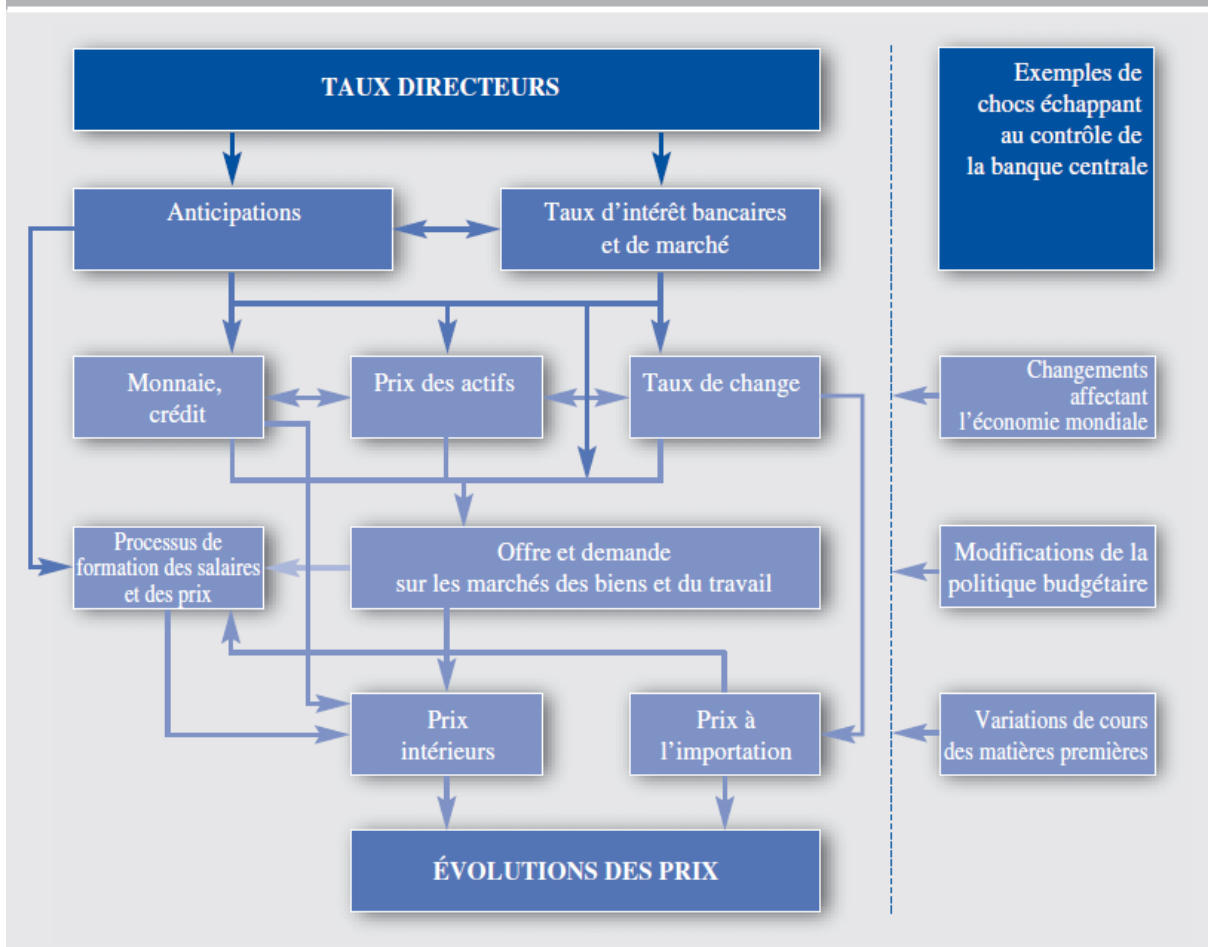
C'est pour éviter à la fois l'inflation et le manque de liquidités que les diverses banques centrales (BCE, Réserve fédérale des Etats-Unis, etc.) s'arrangent pour que la masse monétaire M3 croisse constamment sans fluctuer trop vite ; cette croissance - fixée en principe à 4.5 % par an par la BCE - favorise une inflation modérée et empêche le manque de liquidités qui pourrait freiner l'économie. En pratique, la BCE laisse M3 croître plus vite que la vitesse de référence de 4.5 % tant qu'elle anticipe une inflation modérée, comme le montre [le graphique précédent](#).

On y voit que, depuis 2001, la BCE ne redoutant pas une trop forte inflation dans la zone euro, laisse croître M3 de plus de 4.5 % par an ; cette croissance dépassait même 12 % par an fin 2007. Ce n'est qu'en 2000, au plus fort de la croissance euphorique de l'époque, que la BCE a freiné la croissance de M3 au-dessous de 4.5 % pendant quelques mois. *La BCE fait donc bien tout ce qui est possible pour la croissance économique, contrairement à la politique malthusienne dont l'accusent certains politiciens.*

1.5.4 Mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix

Voici comment la BCE explique schématiquement le mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix qu'elle est chargée de stabiliser :

Graphique 3.1 Illustration du mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix



Mécanisme par lequel la BCE stabilise les prix en jouant sur les taux d'intérêt de référence (taux directeurs) qu'elle pratique, selon [130] page 45
 Le graphique montre aussi, à droite, des influences extérieures échappant au contrôle de la BCE

La BCE a pour rôle essentiel d'empêcher l'inflation à **moyen terme** grâce à une politique de taux d'intérêt à **court terme** et de contrôle de la quantité de crédits disponibles. Il y a donc un « délai de transmission » entre une modification du taux de référence par la BCE et des effets visibles sur l'économie, délai souvent supérieur à 6 mois.

1.6 Limites du pouvoir de la BCE

1.6.1 Engagements de la France au traité de Maastricht

En adhérant au traité de Maastricht qui a fondé la BCE en 1992 (référendum du 20/09/1992), la France s'est engagée à respecter [136] :

- un critère de stabilité des prix,
- des limites de déficit et de dette par rapport au PIB,

- et un critère de taux maximum d'intérêt à long terme.

Ces critères ont été établis d'un commun accord, *tous les pays s'engageant à les respecter parce qu'ils y trouvaient leur intérêt.*

1.6.2 Indépendance de la BCE

Source : [\[117\]](#)

La BCE est indépendante des gouvernements des pays membres. Ni la BCE, ni les banques centrales nationales, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres de l'Union européenne ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires, ainsi que les gouvernements des États membres, se sont engagés à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE.

Il est interdit à l'Eurosystème d'accorder des prêts aux organes communautaires ou à toute entité nationale du secteur public, ce qui accroît son indépendance en le mettant à l'abri de toute influence des autorités publiques [\[117\]](#).

Donc si un pays de la zone euro veut « faire tourner la planche à billets » il ne peut le faire. Pour se procurer de l'argent, il doit recourir au [marché financier](#), par exemple en émettant des obligations d'Etat ; c'est ce que fait, en France, l'Agence France Trésor, qui gère aussi la dette publique [\[137\]](#).

Le même type de contrainte pèse sur les Etats-Unis, où (la FED étant indépendante) la dette et son financement sont gérés par le U.S. Department of the Treasury [\[126\]](#).

L'Eurosystème est aussi indépendant d'un point de vue fonctionnel. La BCE dispose de tous les instruments et de toutes les compétences nécessaires pour la conduite d'une politique monétaire efficace, et elle est habilitée à décider de façon autonome de leur utilisation.

Cette indépendance a été voulue pour priver les gouvernements de la possibilité de jouer avec les taux d'intérêt et l'inflation ; elle a fait ses preuves en Allemagne et aux Etats-Unis, par exemple.

1.6.3 Ce que la BCE peut et ne peut pas faire

[Nous avons vu](#) que la BCE maîtrise le taux d'intérêt de référence de la zone euro, *mais pas la politique de change de l'euro* (c'est-à-dire les cours de l'euro par rapport à d'autres devises). Cette politique de change est en principe du ressort du conseil ECOFIN [\[4\]](#) (qui rassemble les ministres des Finances des États membres), mais en réalité du ressort des [marchés financiers](#) : les taux de change de l'euro, des monnaies des pays européens non membres de l'Euroland et du dollar résultent de la loi de l'offre et de la demande. Celle-ci est influencée, notamment, par les taux d'intérêt de référence de la BCE, de la banque nationale de chaque pays et de la FED.

Plus généralement, la BCE n'a pas de pouvoir sur les politiques économiques des états membres, dont la coordination relève du conseil ECOFIN. La fonction

prudentielle (surveillance de la solvabilité des banques centrales [142]) et la fonction de *prêteur ultime direct* d'argent aux banques est assurée dans chaque pays par la banque nationale. Dans la zone euro, une banque nationale ne peut agir que dans le cadre de la BCE, dont elle fait partie.

Il faut aussi savoir que **la BCE n'a pas le droit de renflouer des déficits publics ou de racheter des obligations d'Etats**, contrairement à la Réserve fédérale des Etats-Unis.

La BCE a donc les moyens de lutter contre l'inflation de la zone euro, mais pas de soutenir sa croissance, ni d'influencer la politique de change de l'euro, toutes prérogatives dont dispose son homologue américaine, la Réserve Fédérale. Cette situation a été voulue par les pays membres, jaloux de leur indépendance économique et méfiants à l'égard des « technocrates de Bruxelles ». Il ne faut donc pas accuser aujourd'hui la BCE de ne pas faire ce qu'on ne lui a pas permis de faire.

1.7 Les postulats, théories et lois de l'économie

Rappel de quelques postulats et théories de l'économie nécessaires pour comprendre les mécanismes de la crise financière et de la crise économique.

Si nécessaire, voir d'abord ci-dessous la définition des [marchés](#), puis celle des agents économiques [9].

1.7.1 Rationalité des agents économiques

La théorie économique repose sur un postulat central : les agents économiques [9] sont rationnels ; leurs décisions sont logiques. Voyons les détails.

Postulat de rationalité

Les agents économiques ont un comportement rationnel, chacun agissant logiquement en fonction de son seul intérêt objectif, sans idéologie autre que la recherche du profit maximum. Un agent donné ne se préoccupe pas des conséquences morales, sociales ou philosophiques de ses actes, les considérant comme acceptables dans la mesure où ils respectent les lois.

L'intérêt d'un individu peut s'opposer à celui d'un groupe. Il est donc rationnel, par exemple, que l'Etat sacrifie l'intérêt particulier à l'intérêt général : la rationalité au niveau entreprise ou collectivité diffère en général de la rationalité au niveau individuel, justifiant ainsi la mise en œuvre de moyens différents au service de bénéfices calculés différemment.

Exemples de ce que cela implique

- Je ne fais une affaire que si j'y trouve un bénéfice (financier, pas moral).
- Le profit étant la différence entre chiffre d'affaires et coûts, je cherche le maximum du premier et le minimum du second ; avant chaque décision, je fais donc un calcul rationnel.
- Seul compte mon profit, pas la pollution générée par mon activité ; si l'Etat veut m'empêcher de polluer, qu'il légifère en conséquence, par exemple au moyen de normes ou de pénalités financières rendant la pollution coûteuse.

- Une production doit être organisée rationnellement pour maximiser la productivité (rapport de la richesse produite au coût de sa production [\[19\]](#)). Il faut, en particulier :
 - Economiser les ressources (main d'œuvre, matières premières, capital) ;
 - Optimiser le rapport capital/travail comme expliqué dans le petit texte [\[159\]](#).
- Tenir compte du coût d'opportunité (le coût d'opportunité d'un bien est le coût de ce à quoi on renonce pour l'obtenir). Cette importante règle conduit à la « théorie des avantages comparatifs », et à de plus en plus de spécialisation des activités et d'échanges commerciaux [\[160\]](#), *c'est-à-dire à la mondialisation*.

Principe de rationalité limitée des agents

Comme il n'y a pas de vie économique sans hommes qui l'animent, il faut prendre en compte leur irrationalité. Exemples :

- Les hommes ont des habitudes culturelles et des valeurs intériorisées qui entrent souvent en conflit avec la rationalité : voir le livre [\[161\]](#).
- Leur raisonnement est souvent dominé par une émotion, et ils préfèrent parfois ignorer une conclusion rationnelle à laquelle ils sont parvenus au profit d'une décision irrationnelle qui satisfait mieux un de leurs désirs profonds [\[161\]](#).
- Un homme est plus rassuré quand il fait comme les autres que quand il est seul à agir comme il agit.

Qu'il s'agisse d'individus isolés, d'entreprises, ou de groupes d'individus quelconques où les décisions sont des décisions humaines, *la rationalité des agents économiques est donc toujours limitée*. Le postulat central de l'économie est donc souvent violé, nous en voyons de nombreux exemples dans ce texte.

1.7.2 Les marchés

Un marché est un lieu où des agents économiques se rencontrent pour confronter les demandes des uns avec les offres des autres. En économie, ce « lieu » est une abstraction, un ensemble de mécanismes d'échange. Exemples : le marché des prestations de services par téléphone, le marché international des capitaux.

Il y a trois types de marché :

- *Le marché des biens* ;
- *Le marché des services* aux personnes, aux entreprises, etc. Ce marché comprend le marché du travail, où des entreprises embauchent des travailleurs, salariés ou indépendants ;
- *Le marché des capitaux* nécessaires aux individus, entreprises, associations, administrations, Etat et banques. Ce marché comprend les bourses, les banques, etc.

Les institutions financières monétaires (IFM [\[6\]](#)) émettent la monnaie échangée sur le marché des capitaux.

Par extension de la notion de capital financier, les économistes appellent « capital technique » les équipements destinés à la production, et « capital

humain » les hommes dont le temps et le savoir-faire interviennent dans les actes économiques des agents économiques.

Voir aussi en [\[23\]](#) les marchés financiers.

1.7.3 L'économie de marché

Les agents économiques [\[9\]](#) d'une société agissant dans le cadre de [marchés](#), son économie peut suivre deux modèles économiques de base :

- *L'économie à planification centralisée*, où l'Etat planifie ce qu'il faut produire, où et quand il faut le produire, comment l'acheminer jusqu'aux lieux où on le consommera ou l'utilisera, comment et à quel prix on le vendra, etc. Lorsque, dans une telle économie, l'Etat est aussi propriétaire des moyens de production (usines, terre agricole, mines...) et des moyens de transport, l'économie est dite *communiste*.
- *L'économie de marché* (appelée aussi économie libre ou capitaliste [\[10\]](#)). Dans une telle économie, le secteur public (Etat, collectivités locales...) n'intervient en tant qu'agent économique [\[9\]](#) que pour fournir des services publics : ce sont des personnes ou entreprises privées qui produisent, vendent et achètent des biens et services à d'autres. L'Etat n'impose ni ce qu'il faut produire, ni à quel prix le vendre, ni ce qu'il faut consommer, ni où, ni quand, ni comment. Il laisse chaque agent économique libre d'agir en fonction de son intérêt égoïste qui cherche le profit maximum. Il laisse la concurrence agir librement dans des [marchés](#) où les prix sont déterminés par [la loi de l'offre et de la demande](#).

L'Etat n'intervient que :

- Pour légiférer et réglementer ;
- Pour fournir des services publics : santé, enseignement et recherche publics, justice, forces de l'ordre, défense nationale, etc.; les transports publics, par exemple, sont assurés par des sociétés privées ;
- Pour assurer la solidarité : financière (transferts sociaux comme les allocations diverses) ; retraites par répartition ; santé ; chômage...

On trouvera une comparaison détaillée de l'économie planifiée et de l'économie de marché dans les annexes [\[164\]](#) et [\[166\]](#) du livre [\[161\]](#).

Complément : "Socialisme – Comparaison avec le capitalisme" [\[111\]](#).

1.7.4 Le mythe de la « moralisation du capitalisme »

Si nécessaire, voir d'abord la définition du capitalisme [\[10\]](#).

En tant qu'abstraction, un marché ne poursuit aucun but. N'étant pas une personne, un marché n'a pas de règle de morale, il est indifférent au bonheur et à la souffrance des hommes. Il suit simplement les [lois de l'économie](#), comme un objet pesant qui tombe suit la loi de la chute des corps. En somme, le capitalisme n'est ni moral, ni immoral ; il est *amoral* (c'est-à-dire indifférent aux problèmes de morale).

En tant que modèle économique et social, c'est-à-dire abstraction humaine, le capitalisme n'a pas plus la possibilité de fonctionner dans un sens moral que dans un sens immoral ; il a ses propres lois, conséquences statistiques du comportement des

agents économiques [9] qu'Adam Smith a commencé à énoncer au XVIIIe siècle et que nous aborderons [plus bas](#). On ne peut pas plus le condamner pour défaut de charité ou de solidarité avec les plus faibles qu'on peut condamner la pesanteur de rendre les objets lourds pénibles à porter. Comme c'est le comportement des hommes qui fait celui de l'économie, c'est sur eux que les lois doivent porter pour qu'ils agissent dans le sens de la morale. Et si des hommes ont voté de mauvaises lois, ce sont elles qu'il faut changer, car on ne peut changer celles du capitalisme.

Si les hommes désirent que certains mécanismes de marché produisent des résultats conformes à leurs principes de morale, ils doivent agir sur les acteurs du marché, les agents économiques, en leur imposant des lois, règlements et contrôles. Mais ces lois et règlements ne pourront pas plus violer une loi économique qu'un corps qui tombe ne peut échapper à la loi de la chute des corps. Faute d'avoir compris cette contrainte, de nombreux citoyens et politiciens proposent des mesures humainement admirables mais économiquement inapplicables, voire inefficaces ou même nocives ; j'ai expliqué cela dans le chapitre "[Raisonnement en tenant compte des niveaux de règles](#)" du livre [161] ; de son côté, le philosophe André Comte-Sponville l'a expliqué dans le livre "Le capitalisme est-il moral ?" dont je publie un compte-rendu de lecture dans [149].

La « moralisation du capitalisme » est donc un mythe, une expression accusatrice forgée par des journalistes et des politiciens interventionnistes français [179] qui exploitent l'ignorance des mécanismes économiques de la plupart de leurs concitoyens pour promouvoir leur [modèle d'économie administrée](#). La leçon des crises financière puis économique de 2007, 2008... est qu'il faut ajouter quelques règles et mécanismes de supervision aux marchés financiers [23], et rappeler quelques règles de bon sens sur les limites d'endettement des banques, des sociétés d'investissement et des particuliers ; ce n'est pas qu'il faut aller vers l'étatisme.

Il n'y a pas à remplacer le capitalisme et son économie de marché par une [économie administrée à la française](#), économie handicapée par le poids de sa fonction publique, de ses transferts sociaux et ses rigidités réglementaires ; il faut seulement mieux réguler les marchés financiers.

Par contre, comme il n'existe pas de règle claire pour répartir équitablement les plus-values des entreprises entre actionnaires, travailleurs et managers, et que chaque peuple doit choisir ses propres règles, il faudrait en France un débat sur ce sujet, débat suivi d'un « contrat social » et d'une loi constitutionnelle. Après tout, la seule différence réelle entre la gauche de gouvernement et la droite de gouvernement est la position des curseurs de répartition des richesses produites et des impôts prélevés.

1.7.4.1 Les bénéfices de Total

Depuis la publication par Total, le 12/02/2009, de son bénéfice net 2008 de 13.9 milliards d'euros [235], j'ai entendu sur plusieurs radios et chaînes de télévision des opinions de journalistes et de particuliers sur ce bénéfice. Exemple : l'émission France 5 [238], où le bénéfice de Total est qualifié de « butin », ce qui implique une acquisition malhonnête. L'opinion générale qui se dégage de ces interventions est « qu'il faut reprendre une partie de ces bénéfices indécents, pour en faire don à des

nécessiteux » ou « qu'il faut obliger Total à en distribuer moins aux actionnaires et à faire des dons ». En somme, l'opinion publique et les journalistes qui l'influencent pensent que la solidarité entre les Français et les actionnaires d'une multinationale doit être à sens unique : quand la multinationale perd de l'argent, les Français ne doivent rien à ses actionnaires ; mais quand elle en gagne, les actionnaires doivent partager avec les Français : c'est ainsi que le capitalisme est moral aux yeux du peuple.

Ce principe est même inscrit dans la loi : quand une société fait des bénéfices, ceux-ci sont imposés par l'Etat ; quand elle fait des pertes, l'Etat ne doit rien à ses actionnaires, qui savaient le risque qu'ils prenaient en investissant. Mais l'opinion publique française ne se contente pas des impôts, elle veut *surtaxer* Total au nom de l'idée qu'elle se fait de l'équité.

Ceux qui veulent « moraliser le capitalisme » en confisquant une partie des profits après impôts des grandes entreprises considèrent qu'une telle entreprise a un devoir moral de charité, d'altruisme. Ils ignorent que l'un des droits fondamentaux dans notre société est celui de disposer librement de ses biens ; une fois ses impôts payés, une entreprise peut disposer de ses bénéfices comme elle l'entend. Que penserait l'un de ces moralisateurs du capitalisme d'une proposition l'obligeant à faire lui aussi la charité sous prétexte qu'il y a plus nécessiteux que lui ?

Il faut rappeler qu'une entreprise appartient à ses actionnaires, qui y ont investi leurs économies *pour gagner de l'argent*, par exemple pour leur retraite ; *une entreprise n'a aucun devoir de charité*. Et contrairement à ce que des politiciens de gauche et des syndicalistes voudraient faire croire, *le but d'une entreprise n'est ni la prospérité de ses salariés, ni même la protection de leurs emplois* ; elle doit les respecter dans son propre intérêt, pour qu'ils travaillent bien et parce que c'est la loi, mais pas au détriment de ses actionnaires, à qui elle appartient. Au nom de quoi les salariés en activité auraient-ils nécessairement priorité sur les profits d'une entreprise par rapport à des retraités qui y ont investi et risqué leur épargne ? Serait-ce parce qu'ils manifestent et occupent des bâtiments publics plus souvent ? Depuis quand doit-on changer les règles d'attribution des bénéfices après impôts lorsque la jalousie publique estime qu'ils sont trop élevés ?

Si notre gouvernement fait voter des lois qui confisquent une part du profit des actionnaires, calculé après impôts donc leur appartenant en totalité de plein droit, la multinationale peut déménager son siège social dans un pays fiscalement moins gourmand en quelques semaines, privant ainsi notre pays de milliards d'impôts sur les sociétés. Et les investisseurs potentiels, effrayés, iraient investir ailleurs, privant ainsi la France des fonds dont son économie a absolument besoin, [nous l'avons vu](#).

Le devoir de charité incombe à chaque personne prise individuellement, dans la limite de ses valeurs, qui diffèrent d'une personne à une autre. C'est un devoir moral, non légal. Il incombe aussi à l'Etat, dont les lois démocratiques prévoient des mécanismes de solidarité et de redistribution. Mais il n'incombe pas à une entreprise, dont la seule finalité est le profit et la seule obligation le respect des lois.

Très connue, une grande entreprise a besoin d'une bonne image de marque. C'est pourquoi elle doit donner une image « d'entreprise citoyenne », par exemple en

subventionnant des fondations et en luttant contre la pollution. Le coût de l'entretien de cette image doit être pris sur un budget de communication. Elle doit aussi adopter un comportement honnête avec ses salariés, ses clients et ses fournisseurs, pour leur inspirer confiance et réciprocité, dans son propre intérêt.

Conclusion : la moralisation du capitalisme ne passe pas par la confiscation des bénéfices ou la spoliation des retraités. Non seulement ce serait inéquitable, mais le retour de bâton serait catastrophique par la perte d'impôts et d'investissements qui en résulterait.

1.7.4.2 Le rejet du « capitalisme financier »

Contrairement à ce que voudraient certains politiciens français qui détestent l'idée même de « capitalisme financier » (un pléonasme !) tout en se disant de droite [179], un homme libre de disposer de son argent en fera toujours ce qu'il peut pour gagner le plus possible le plus vite possible. Si on veut empêcher les gens de « faire de l'argent avec de l'argent », par exemple en achetant et revendant des contrats CDS [14] sur le marché financier [23] des *produits dérivés* par l'intermédiaire de hedge funds [15], on risque de bloquer l'utilisation des CDS, qui sont des contrats d'assurance indispensables au fonctionnement même du crédit.

La vérité est que les politiciens qui préconisent la suppression des hedge funds et l'impossibilité d'utiliser du crédit pour acheter des titres sont des idéologues qui ne connaissent pas les marchés financiers et parlent sans savoir ; aujourd'hui *il est impossible de réserver les fonds collectés par les banques aux seuls investissements dans l'industrie et les services non financiers*. Heureusement, lorsque ces idéologues sont au pouvoir, ils ne peuvent pas trop légiférer et réglementer dans le sens de leurs idées, parce qu'ils se heurtent à la réalité et constatent alors le caractère inapplicable de leurs propositions. Tout ce qu'on peut – et doit – faire pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers [23] se résume à des règles prudentielles, de la supervision et de la transparence ; nous verrons cela plus bas.

Autre reproche fait au capitalisme financier, l'exigence de forts rendements du capital investi (exemple : 15 % par an) à court terme, exigence incompatible avec une gestion d'entreprise dans la durée. Sur ce point, il faut en effet imposer davantage de mécanismes de transparence permettant aux actionnaires et agences de notation d'apprécier si la stratégie de l'entreprise permet un développement rapide mais soutenable à moyen et long terme, et ne sacrifie pas le rendement dans la durée au rendement à court terme. On peut, par exemple, faire en sorte que les bonus des managers des grandes entreprises soient obligatoirement calculés sur des résultats pluriannuels prenant à la fois en compte les bénéfices, la création de valeur des titres et la résilience à quelques aléas du contexte de l'entreprise.

En aucun cas ce n'est à des politiciens ou des fonctionnaires qu'il revient d'apprécier si une entreprise est bien gérée, si elle est trop ou pas assez endettée, si elle doit embaucher ou licencier, si son management doit ou non recevoir un bonus : ils n'ont ni la compétence dans le métier de l'entreprise, ni l'objectivité. Ils risquent trop, pour pouvoir s'en vanter auprès des media, de se laisser aller à la démagogie consistant à transférer de la plus-value générée par l'entreprise aux salariés plutôt qu'aux

actionnaires et aux managers, ce qui fera fuir les uns et les autres vers des cieux moins [interventionnistes](#).

Complément : "Socialisme – Comparaison avec le capitalisme" [\[11\]](#).

1.7.4.3 Le modèle français d'économie administrée - Interventionnisme

Le modèle économique français représente un compromis entre le communisme et l'économie de marché qu'on peut appeler « *économie administrée* ». Ce compromis est caractérisé par l'intervention fréquente des pouvoirs publics dans la plupart des secteurs économiques ; c'est pourquoi ses partisans sont qualifiés d'*interventionnistes*. Exemples d'intervention :

- En 2006, les dépenses des administrations publiques s'élevaient à 53.4 % du PIB : *l'Etat français (au sens large) dépense plus que tout le reste de l'économie* [\[157\]](#) ; un seul pays démocratique dépense encore plus : la Suède avec 55.6 %.
- L'Etat français fixe d'innombrables prix. Il réglemente tellement d'activités que les codes de loi français sont de loin les plus complexes du monde [\[152\]](#) et ceux qui changent le plus d'une année à la suivante.

Cette complexité, qui existe depuis des années dans un pays démocratique, traduit la méfiance généralisée des Français les uns envers les autres. Dans notre pays, chacun étant à priori soupçonné d'avoir de mauvaises intentions, l'administration lui demande constamment de fournir plusieurs preuves redondantes de la véracité de ce qu'il déclare, d'où la difficulté et les délais nécessaires pour obtenir les indispensables autorisations. Le législateur se comporte comme si chaque Français demandait toujours plus de lois pour contraindre « les autres ».

- L'Etat intervient en tant qu'agent économique [\[9\]](#) dans plus de 800 entreprises qu'il contrôle [\[150\]](#), jouant de ce fait un rôle majeur dans l'économie française, *en plus* des 53.4 % du PIB représenté par les dépenses des administrations publiques.

L'incompétence et la passivité des fonctionnaires lorsqu'ils se substituent à des managers dans les entreprises commerciales sont devenus légendaires et sont dénoncés chaque année par la Cour des comptes, dans ses rapports [\[151\]](#) dont nos gouvernements tiennent, hélas, si peu compte. Exemples d'incompétence et de passivité ayant entraîné des milliards d'euros de pertes pour les contribuables :

- "Le désastre de France Télécom", décrit dans : <http://www.danielmartin.eu/Cours/Cours-Economie.htm#FranceTelecom>
- Le scandale du Crédit Lyonnais, déploré dans : http://www.boursilex.com/VIE%20DES%20AFFAIRES/credit_lyonnais.htm et dont voici des extraits :

"...création d'un établissement public administratif financé par l'Etat et destiné à rembourser les dettes accumulées et à restaurer les comptes du Crédit lyonnais. Le montant des pertes (130 milliards de francs) en ont fait un scandale financier majeur."

"Les dérapages du Crédit Lyonnais sont considérés comme démontrant une crise du contrôle des entreprises publiques et du système bancaire. Le crédit

Lyonnais était en effet soumis à un double contrôle, celui de toute entreprise publique, avec le contrôle de son ministère de tutelle (en l'espèce, la Direction du Trésor du Ministère des finances) et d'autre part au contrôle des commissions chargées de la surveillance des activités bancaires. Malgré ce qui aurait du être un double système de sécurité, la banque a pu développer une stratégie d'investissements risquée qui a échappé à cette surveillance.

La multiplicité des contrôles semble avoir, comme pour d'autres entreprises publiques, eu pour effet de déresponsabiliser chacun des contrôleurs. Par ailleurs les systèmes structurels de contrôle ont été neutralisés par les liens entre le Président du Crédit Lyonnais et les responsables du Ministère de l'économie. En effet, compte tenu de sa personnalité et de ses anciennes fonctions Jean-Yves Haberer a court-circuité la Direction du Trésor en s'adressant directement au Ministre."

"Pour éviter ces problèmes, il a été créé l'Agence des participations de l'Etat." [150]

Le mythe du pouvoir quasi-divin de l'Etat, notamment en matière de chômage

Seuls parmi les citoyens des pays membres de l'Union européenne, **les Français attendent de l'Etat qu'il résolve tous les problèmes** : qu'il leur trouve du travail ou un logement, qu'il augmente leurs salaires, qu'il les protège contre tous les risques concevables, etc.

Exemple : les Français croient si fort en la possibilité pour l'Etat de créer du travail pérenne dans une région à fort chômage par une action volontariste à base de subventions, qu'ils ont voté une loi à cet effet. Cette loi oblige une grande entreprise qui délocalise - ou simplement licencie - à « réindustrialiser le bassin d'emplois », ce qui est économiquement absurde : il est clair que si, dans cette région, une activité pérenne - donc rentable - était possible avec la qualification de la main d'œuvre disponible, l'entreprise l'aurait reprise à son compte, directement ou en créant une filiale, parce que cela lui aurait rapporté de l'argent au lieu de lui en coûter énormément en licenciant [158]. Le nombre d'exemples où une telle réindustrialisation a échoué en France malgré des aides financières substantielles est considérable. Aucun autre pays ne croit en la possibilité de créer des emplois de toutes pièces avec une main d'œuvre non qualifiée, aucun autre peuple n'a foi en ce mythe.

Rappelons que **tout ce que l'Etat peut faire pour créer de l'emploi pérenne dans une région à fort chômage ne donnera un résultat qu'à moyen terme – au mieux.** L'Etat peut, par exemple, investir :

- Entreprendre la formation professionnelle des chômeurs, souvent en leur enseignant un nouveau métier où on cherche de la main d'œuvre. Cela suppose que les chômeurs en question veuillent bien faire l'effort d'apprendre, ou qu'ils y soient fortement incités financièrement (carotte et bâton, hélas). Cela suppose aussi un contrat de transition professionnelle [196] qui les paie durant cette formation, pour qu'ils aient de quoi vivre.
- Créer ou mettre à niveau l'infrastructure locale (routes, voies ferrées, canaux, réseau électrique, Internet, zones industrielles ou parcs d'activités, etc.) pour que des entreprises aient intérêt à s'y installer, notamment si elles y sont incitées financièrement (prêts, exonérations de charges, subventions, etc.). Pour plus de détails voir [197].

Au lieu de se prendre en charge et de compter sur eux-mêmes comme les Irlandais, les Polonais, les Anglais ou les Américains, il y a énormément de problèmes où les Français exigent l'intervention de l'Etat ; sur ce point, leur comportement ne diffère pas beaucoup de celui des citoyens des anciens pays communistes. Du reste, une majorité de Français aimerait, pour eux-mêmes ou leurs enfants, un emploi de fonctionnaire ; avec environ 25 % de fonctionnaires dans la population active, la France a le taux le plus élevé de l'Union européenne.

Il n'est donc pas surprenant que les Français aient élu, en MM. Mitterrand, puis Chirac, puis Sarkozy, des présidents interventionnistes. Et comme aucun mandat d'élu ne dure assez longtemps pour qu'une mesure demandant un effort significatif immédiat pour produire des résultats à moyen terme soit électoralement payante, tous ces présidents ont promis une baisse du chômage mais n'ont pris que des mesurette à court terme ; c'est pourquoi les baisses du chômage de 2000-2001 et 2007 dont ils se sont vantés n'avaient aucun rapport avec ces mesurette, elles étaient dues à une conjoncture internationale favorable dont la France a profité.

Impuissance et démagogie

Il y a des cas où l'Etat interventionniste français voudrait intervenir sans oser s'en donner les moyens. C'est ainsi que, lorsqu'il a apporté 10.5 milliards d'euros aux banques françaises fin 2008, l'Etat l'a fait sous forme de prêts rémunérés, sans exiger de sièges dans leurs conseils d'administration car sans en devenir actionnaire. Cela ne lui donne aucun pouvoir pour intervenir dans la gestion des banques ainsi aidées, contrairement aux gouvernements (comme celui du Royaume-Uni) qui ont profité de la recapitalisation de banques pour entrer à leur conseil d'administration, voire en prendre le contrôle.

Le gouvernement français n'a donc aucun moyen de *contraindre* les banques à qui il a prêté de l'argent d'assouplir leurs critères de prêt. Il a donc mis en place un « Médiateur du crédit » [\[189\]](#) sans pouvoir autre que la « persuasion amicale » et d'éventuelles fuites médiatiques montrant du doigt les banques qui refusent le crédit aux entreprises qu'il soutient.

Le recours du pouvoir aux pressions médiatiques lorsqu'il est impuissant s'est aussi manifesté lorsque le président Sarkozy a désigné, en 2008-2009, les managers des grandes banques à la vindicte populaire, en clamant sur tous les media qu'il leur demandait de ne pas toucher leur bonus. Il n'a pas le pouvoir de les empêcher de le toucher, pouvoir qui appartient aux conseils d'administration. Mais en les désignant au public comme responsables surpayés de la crise financière (dont, selon lui, seuls les naïfs pensent qu'elle est venue des Etats-Unis !) il a obtenu qu'ils renoncent à leurs bonus, par simple persuasion et pour se faire apprécier de concitoyens envieux des riches et qui apprécient la démagogie. Il est coutumier de ce genre d'intimidation : dans le passé, il a déjà convoqué un groupe de PDG pour les menacer de les dénoncer par l'intermédiaire des media s'ils ne baissaient pas les prix de l'épicerie en grande surface ; il a alors obtenu environ 1 % de baisse pendant environ 1 mois, avant que les prix remontent...

1.7.5 Adam Smith, libéralisme économique et concurrence

L'économie politique est une discipline fondée par Adam Smith (1723-1790), dont les idées ont bouleversé le monde et dominant encore de nos jours les théories économiques. Voici un résumé de ses idées, exposées dans l'ouvrage de 1776 "Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations" [\[155\]](#).

Parce qu'il est individualiste, l'homme a des défauts :

- Il veut posséder le plus possible, plus même que ce dont il a besoin ;
- Il est envieux des possessions des autres ;
- Il est égoïste, plaçant son bonheur au-dessus de celui des autres hommes ;
- Il veut s'imposer face aux autres, leur être supérieur.

Ces défauts le poussent à se donner du mal, à se dépasser pour gagner de l'argent. Il considère l'argent comme le bien fondamental, celui qui donne accès aux autres biens.

En même temps, chaque homme vit en société et ne peut satisfaire son envie de posséder que dans le cadre de cette société, où les autres hommes sont aussi désireux de posséder que lui. Chacun devra donc rendre service aux autres pour obtenir d'être payé pour ces services : c'est ce qui explique qu'on travaille pour de l'argent et qu'on fasse du commerce pour obtenir du profit.

Dans la vie en société, chacun est constamment en concurrence avec d'autres pour obtenir un même bien ou un même travail que tous désirent, ou pour vendre ses produits même si cela empêche d'autres de vendre les leurs : *les hommes sont en concurrence*. Adam Smith a montré que :

- La concurrence résulte de la recherche, par chaque acteur économique (individu producteur ou consommateur, entreprise...), de son profit maximum.
- L'Etat ne doit pas intervenir dans l'économie d'un pays, dont le marché s'autorégule sans lui sous l'effet de la concurrence, pour le plus grand bien de la société toute entière. Il appelle cette autorégulation « [la main invisible du marché](#) ».

Contrairement à ce que pensait Karl Marx, dont l'histoire a montré qu'il s'était trompé sur ce point, lorsque la concurrence est libre, la recherche du profit maximum ne conduit pas nécessairement à un durcissement de la société, ni à un appauvrissement des uns au profit des autres. On le voit au [formidable progrès de niveau de vie constaté depuis son époque malgré une économie libérale et la mondialisation, et au recul de la misère](#).

Au contraire, l'intervention de l'Etat pour limiter la concurrence - demandée constamment par la plupart des syndicats français - diminue fortement l'efficacité des mécanismes économiques de production et de répartition, donc le niveau de vie des gens. Chaque fois que l'Etat diminue la concurrence, les consommateurs paient leurs produits ou services plus cher, subventionnant ainsi des activités insuffisamment productives.

Exemple : empêcher ou limiter l'importation de textiles chinois, pour permettre la survie d'industries textiles françaises aux produits plus chers, oblige les

consommateurs français à payer plus cher leurs textiles, diminuant ainsi leur pouvoir d'achat. Nos consommateurs subventionnent alors des ouvriers français dont le travail n'est plus compétitif, ce qui les dispense de se reconverter vers des activités où ils produiraient plus de valeur.

- Cette concurrence conduit au maximum d'efficacité dans la production et la répartition des richesses (bien et services), efficacité bien plus grande que celle que peut atteindre un acteur du service public. Voici un exemple cité par M. Francis Mer (ministre de l'Economie) dans [\[164\]](#) page 98 :

"Le ministère de la Défense entretient un parc de 22 000 véhicules de gamme commerciale, activité qui occupe 1200 personnes, 800 militaires et 400 civils. Selon une étude réalisée par ce ministère, ce même parc géré par une entreprise privée sous-traitante nécessiterait 270 personnes, soit un gain net de 930 emplois.

D'une manière plus générale, les coûts de fonctionnement de l'administration peuvent être considérablement réduits. Au niveau des frais de fonctionnement, je serais très surpris qu'on ne puisse pas les baisser de 20 % en sept ou huit ans, ce qui signifie augmenter la productivité [\[19\]](#) d'un peu plus de 2 % par an."

Quand M. Mer a écrit son livre, il ne savait pas que le gouvernement allait mettre un terme fin 2006 au gaspillage de la gestion de ce parc automobile par des fonctionnaires. La gestion de cette flotte de véhicules a été confiée à *General Electric Fleet Services (France)*, qui la renouvellera et l'entretiendra. L'économie sera de 25 % du coût d'exploitation.

Dans l'exemple précédent, sans faire de procès d'intention, le fait que des gens compétents pour réparer des voitures disposent du matériel nécessaire et de temps libre facilite d'éventuelles utilisations de ce temps et de ce matériel pour réparer des voitures personnelles ou appartenant à des amis. C'est une situation qui n'est pas saine, surtout sachant que les fonctionnaires ne sont pas souvent sanctionnés.

M. Mer conclut donc dans [\[164\]](#) :

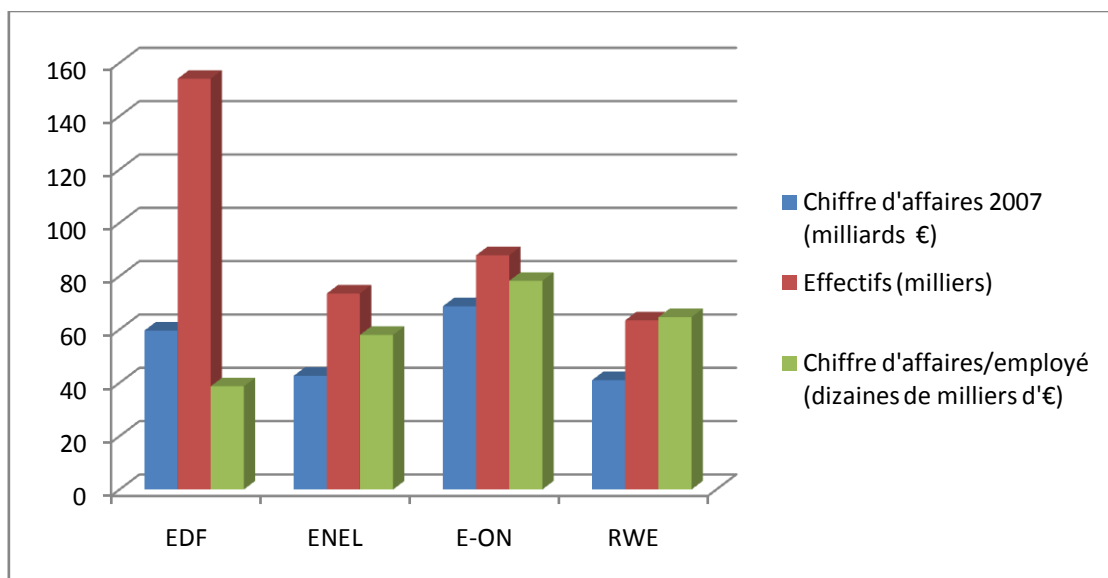
- Page 98 :

"C'est pourquoi une partie de ce que fait la fonction publique peut et doit être externalisée moyennant des contrats de service public."

- Page 162 :

"On ne pourra pas indéfiniment faire payer par le contribuable les deux tiers du coût de fonctionnement de la SNCF."

Autre exemple d'inefficacité d'entreprise contrôlée par l'Etat français dont les salariés ont tous les avantages des fonctionnaires : EDF. Selon [\[181\]](#), une comparaison d'EDF avec 3 grands concurrents européens (ENEL en Italie, E-ON et RWE en Allemagne) produit le graphique ci-dessous :



Comparaison fin 2007 d'EDF avec trois grands concurrents européens : à chiffre d'affaires comparable, EDF emploie beaucoup plus de salariés et leur productivité (chiffre d'affaires par salarié [19]) est bien plus faible

1.7.5.1 La concurrence pure et parfaite

Le marché a pour fonction de rendre compatibles les souhaits des vendeurs et des acheteurs. Il ne peut y parvenir complètement que s'il y a « concurrence pure et parfaite ». Si c'est le cas, le marché parvient à un équilibre entre l'offre et la demande.

1.7.5.1.1 Définition de la concurrence pure et parfaite

Les théories économiques supposent souvent, pour simplifier, que le marché permet une « concurrence pure et parfaite ». Voici les conditions d'une telle concurrence :

- *Atomisticité*. Chacun des offreurs et des demandeurs ne représente qu'une partie insignifiante des ensembles respectifs d'offreurs et de demandeurs. On parle alors « *d'atomisticité des offres et des demandes* ».

Il en résulte une indépendance du prix d'équilibre par rapport à la modification de la quantité offerte ou demandée par un offeror ou demandeur particulier, puisque cette quantité est négligeable par rapport à l'ensemble du marché. Chaque offeror ou demandeur doit donc considérer le prix du marché comme une donnée qui s'impose à lui, sur laquelle il ne peut agir.

- *Libre accès au marché*. Cette condition implique l'absence :
 - de barrières excluant certains offreurs ou demandeurs du marché ;
 - de monopoles ;
 - de normes artificielles de qualité excluant indûment certains produits ;
 - de quotas d'importation ;
 - de prix imposés ;
 - de restrictions de publicité ;
 - de restriction de lieu, de durée ou de surface de vente, etc.

Elle implique aussi l'absence d'entente entre fournisseurs ou entre clients comme les centrales de vente ou d'achat ; elle exclut également les multiples interventions dont l'Etat français s'est fait une spécialité (subventions, taxes spéciales...).

- *Homogénéité des produits.* Cette condition implique que les divers vendeurs offrent des produits identiques, que leurs clients peuvent comparer. Bien entendu, les offreurs font souvent tout ce qu'ils peuvent pour empêcher cette comparaison : boîtes de lessive contenant des quantités différentes, structures tarifaires différentes (exemples : prix des assurances, des communications téléphoniques, des services bancaires), etc.
- *Transparence du marché.* Chaque acteur du marché (offreur ou demandeur) doit être parfaitement informé des articles disponibles, de leurs conditions de vente, des prix et quantités demandés, etc.
- *Mobilité parfaite des produits et des facteurs de production.* Chaque offreur doit être libre de modifier ses produits ou d'en introduire de nouveaux. Cela implique la possibilité pour les producteurs de recourir à de la main-d'œuvre étrangère, d'emprunter ou de prêter les fonds à leur guise, d'acheter les matières premières où ils veulent, etc. Elle implique aussi la possibilité pour les travailleurs de choisir leur lieu de travail et de s'expatrier s'ils le désirent.

Critique

Ces conditions idéales de concurrence ne sont jamais réalisées, mais les économistes font souvent l'hypothèse de concurrence pure et parfaite pour simplifier leurs raisonnements et leurs modèles. *Les consommateurs y ont tellement intérêt qu'en économie tout contexte de concurrence imparfaite est considéré comme préjudiciable à la collectivité...* sauf en France, où on constate de fortes résistances à la libre concurrence, par exemple :

- Dans les services publics (EDF, SNCF, La Poste, l'enseignement, etc.) où :
 - Les fonctionnaires redoutent d'être mis en concurrence avec des entreprises privées, systématiquement plus performantes et plus souples ;
 - Les tarifs sont souvent imposés par l'Etat, au détriment systématique des éventuels actionnaires.
- Chez de nombreux élus qui empêchent l'installation ou l'extension de commerces de grande surface pour protéger les petits commerçants, parce qu'ils n'ont pas compris que ceux-ci ne survivront qu'en se différenciant par leurs produits et leurs services.
- Chez le public lui-même, de nombreux Français considérant que le commerce et l'entreprise libres impliquent le vol des clients et que l'Etat devrait imposer les prix et contrôler les bénéfices.

Chaque pays, chaque entreprise et chaque personne qui a quelque chose à vendre a intérêt à avoir le moins de concurrence possible. Pour y parvenir, ils pourront essayer par exemple :

- De créer de nouveaux produits, qu'ils ont seuls à fabriquer ;

- D'inventer de nouvelles techniques ou procédés de fabrication, qu'ils pourront breveter ;
- De changer la présentation d'un produit, pour donner aux consommateurs l'impression que c'est un produit nouveau ;
- De faire de la publicité pour le produit ou la marque, pour donner aux consommateurs une image qui les distingue des produits concurrents ;
- D'empêcher les consommateurs et les concurrents de connaître les caractéristiques exactes de leur produit ;
- De s'entendre avec d'autres fournisseurs du même produit pour éviter de se faire concurrence, ou de s'emparer des entreprises concurrentes pour remplacer cette concurrence par une synergie industrielle ou commerciale ;
- D'obtenir de l'Etat des lois et règlements qui empêchent leurs concurrents d'accéder au marché, etc.

Il y a toujours des politiciens et des groupes de pression qui réussissent à fausser les conditions de concurrence au profit de leurs amis. C'est ainsi que *le président Sarkozy a obtenu le 22/06/2007 de la présidence allemande de l'Union européenne l'abandon de la référence à la "concurrence libre et non faussée" dans le projet de traité institutionnel simplifié pour l'Union européenne. Il veut ainsi pouvoir, en toute légalité, continuer à faire intervenir l'Etat français dans l'économie.*

1.7.5.1.2 Asymétrie ou absence d'information

Le très court texte [162] montre que des prix d'assurance auto peuvent varier au moins du simple au double pour le même véhicule assuré et pour les mêmes risques. A l'évidence, la concurrence ne joue pas, ou très mal, parce que les consommateurs ne sont pas suffisamment informés des offres disponibles.

L'hypothèse de transparence du marché de la concurrence pure et parfaite n'est donc pas souvent vérifiée.

Un autre cas de manque d'information peut être très préjudiciable : l'asymétrie d'information. Lors d'une transaction de vente d'une voiture d'occasion, le vendeur connaît bien mieux le véhicule qu'il vend que l'acheteur : il y a asymétrie d'information. Le vendeur peut en profiter pour cacher certains défauts, ou exagérer certaines qualités ou caractéristiques : il peut ruser et tricher, comptant sur le fait qu'après la vente l'acheteur n'a pas de recours.

L'asymétrie d'information est la cause principale de la crise financière commencée en 2007 : un investisseur ne connaissant pas la qualité des titres qu'on lui propose (des CDO [13] adossés à des prêts hypothécaires, par exemple), soit il s'abstient d'en acheter, soit il en offre un prix réduit. De son côté, lorsqu'une banque découvre dans son bilan des titres dont la valeur de revente est trop incertaine (voir l'exemple de la BNP [163]), elle risque de perdre de sa réputation de solvabilité et de sa capacité de refinancement, et cherche à s'en débarrasser quitte à y laisser des plumes.

Un acheteur doit prendre un risque – il le sait et l'assume. Lorsque le risque (qu'il ne peut, en général, chiffrer et qui peut comporter des risques cachés) lui paraît

acceptable (par un pseudo-raisonnement sans grande valeur, souvent dominé par le désir de posséder le bien !) il conclut la transaction ; s'il lui paraît inacceptable, il ne la conclut pas.

C'est exactement ce qui s'est passé lorsque l'argent a cessé de circuler entre banques, et que celles-ci (endettées) ne trouvaient plus d'investisseur pour leur refinancer des fonds dans lesquels il y avait une proportion inconnue de prêts subprime : pour prêter de l'argent en acceptant un fonds en garantie ou pour investir dans un fonds, il faut savoir ce qu'il y a dedans, ou au moins connaître une borne supérieure du risque de défaut de paiement (donc de perte de valeur) du fonds ; et comme les fonds d'origine adossés à des prêts subprime avaient été découpés en tranches de risques différents, puis ces tranches incorporées à d'autres fonds et parfois ceux-ci à des fonds de fonds, plus personne ne savait quel risque il y avait à acheter des parts d'un fonds donné.

Les fonds ne trouvant pas preneur, et leurs émetteurs – qui s'étaient endettés pour racheter les crédits qui les composaient – ne pouvant rembourser leurs dettes, certains se sont mis à offrir leurs fonds à prix cassé, bien en-dessous de leur valeur faciale (nominale), prêts à tout pour trouver de l'argent. Les pertes correspondantes ont tellement plombé leur bilan que certains établissements manquant de liquidités sont devenus insolubles. Et voilà, en résumé, comment la bulle spéculative des prêts immobiliers subprime a éclaté : *elle est due à un manque d'information* ; aucun des établissements détenteurs de fonds contenant une proportion de crédits adossés à des prêts subprime n'était en mesure d'évaluer la valeur (voir ce qui est arrivé à la BNP [\[163\]](#)), et aucun investisseur n'était prêt à les racheter faute de pouvoir en estimer la valeur.

1.7.5.2 La loi de l'offre et de la demande

Cette loi d'une économie de marché décrit les mécanismes de détermination des *prix*, des *quantités vendues* et du *point d'équilibre du marché*. Ces mécanismes sont exposés dans le court texte [\[165\]](#) : s'y référer si nécessaire.

Pour un produit ou un service donné où l'équilibre de l'offre et de la demande ne s'est pas encore réalisé, il peut y avoir, soit :

- *Excès d'offre* par rapport à la demande totale des acheteurs, ce qui exacerbe la concurrence entre vendeurs. La règle d'économie de marché qui s'applique alors est :

Si l'offre dépasse la demande, les prix baissent

C'est le cas, par exemple, lorsqu'il y a surproduction de légumes après une récolte abondante.

Il n'est pas nécessaire que l'Etat intervienne pour faire baisser ces prix, la concurrence suffit. Toute tentative de limiter ou supprimer la concurrence entre vendeurs lèse les consommateurs, qui paient alors plus cher les produits ou services correspondants, on l'ignore trop souvent en France.

- *Excès de demande* par rapport à l'offre totale des vendeurs, ce qui exacerbe la concurrence entre acheteurs. La règle d'économie de marché qui s'applique alors est :

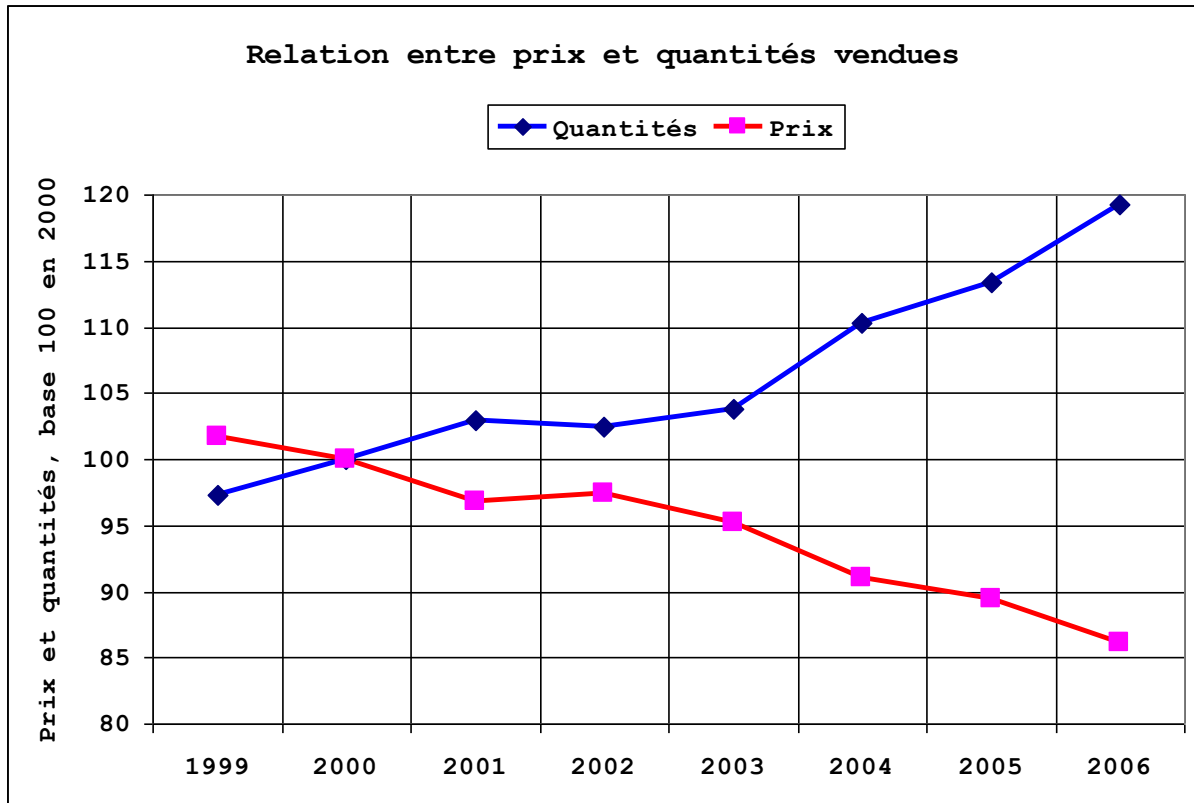
Si la demande dépasse l'offre, les prix montent

C'est le cas, par exemple, pour le prix des logements et bureaux près du centre d'une grande ville. Comme on ne peut pas y construire davantage, il y a tellement plus de demande que d'offre que les prix explosent et que la majorité des particuliers et la plupart des entreprises n'ont pas les moyens de se loger ailleurs qu'en banlieue. L'explosion des prix est favorisée par des taux d'intérêt faibles, permettant d'emprunter davantage à revenu ou chiffre d'affaires donné.

C'est aussi le cas pour les salariés d'une région qui ont une qualification donnée, si leur demande totale d'emplois dépasse le nombre de postes offerts par les entreprises. Chacun est alors en concurrence, et le moindre désavantage par rapport à d'autres postulants suffit pour qu'on lui refuse un poste ; exemples de causes de discrimination : habiter un « quartier sensible », avoir un nom à consonance musulmane ou africaine, etc. Ces discriminations sont injustes et illégales, mais elles existent.

Application de la loi : exemples d'effets de la concurrence

- Le prix des lecteurs de DVD a été divisé par 12 environ entre 1999 et 2004, sans baisse de la qualité.
- Le graphique ci-dessous, issu de [\[166\]](#), montre l'évolution en France des prix de l'habillement entre 1999 et 2006 et des quantités vendues correspondantes. On voit que :
 - Plus le prix baisse, plus les quantités vendues augmentent, parce qu'il y a davantage d'acheteurs prêts à payer ce prix-là, parce qu'un acheteur donné peut acheter une plus grande quantité, et parce que des gens modestes qui ne pouvaient pas s'offrir un article peuvent désormais l'acheter.
 - Du fait de la mondialisation, les prix des textiles ont baissé continuellement (20 % en 7 ans), ce qui a permis aux consommateurs d'acheter de plus en plus.



Relation entre prix des vêtements et quantités vendues

1.7.5.2.1 Interdépendance des marchés

Divers marchés peuvent être interdépendants. C'est ainsi, par exemple, que le marché des pneumatiques dépend à la fois de celui des véhicules neufs et de celui des véhicules d'occasion, qui dépendent eux-mêmes du prix des carburants et du coût des crédits qui financent les achats, etc.

En cas d'annonce de baisse des ventes de voitures neuves, la bourse réagit par une baisse des actions des constructeurs et de celle des pneumaticiens.

L'économie globale d'un pays n'est en état d'équilibre que si tous les marchés de biens et de services le sont, ce qui n'est jamais réalisé.

1.7.5.2.2 Autorégulation des marchés

Un marché donné doit, en principe, parvenir de lui-même à l'équilibre prévu par la loi de l'offre et de la demande ; si l'offre et/ou la demande varient, le prix doit s'ajuster pour refléter ces variations : on dit qu'il y a « autorégulation des marchés » pour exprimer que, sans intervention de l'Etat, le marché trouve (ou retrouve) tout seul son équilibre.

Il ne peut y avoir d'autorégulation d'un marché que si les conditions nécessaires d'adaptabilité de l'offre et de la demande sont réunies. Ce n'est pas le cas, par exemple, en cas de pénurie chronique d'un bien, ou en cas de tyrannie administrative empêchant l'installation de nouveaux distributeurs ou pénalisant la fabrication de quantités supérieures à un quota imposé.

Ce n'est pas le cas, non plus, concernant le cours d'un bien ou d'une action en bourse lors de la création d'une [bulle spéculative](#), phénomène où l'autorégulation se produit après une phase d'emballlement.

1.7.5.3 Théorie de la main invisible du marché

Selon Adam Smith, *l'individu ne cherche que son propre gain, mais par son action personnelle et isolée il contribue à une fin qui le dépasse, l'intérêt général*. Les opérations des agents, apparemment indépendantes les unes des autres, sont en fait coordonnées par la « main invisible du marché » ; elles aboutissent à une situation dans laquelle les producteurs peuvent vendre leurs marchandises et les consommateurs satisfaire leurs besoins. *Une telle issue optimale est garantie par un système de prix et de salaires flexibles qui assure un équilibre efficient sur tous les marchés. La somme des intérêts individuels et égoïstes est égale à l'intérêt général*.

Cette théorie est vérifiée par l'expérience tant que son hypothèse de départ l'est : *il faut une concurrence pure et parfaite*. C'est parce qu'elle est vérifiée que le libéralisme économique (appelé aussi capitalisme ou économie de marché) a permis depuis la fin de la deuxième guerre mondiale une telle croissance de niveau de vie et une telle baisse de la pauvreté, croissance et baisse accélérées ces derniers temps par la mondialisation.

Aux Etats-Unis, on fait le maximum pour que la concurrence joue à fond, mais en France on la limite de mille façons qui constituent des rigidités. C'est ainsi que les salaires sont souvent fixés par le gouvernement (« coups de pouce » au SMIC, grilles des fonctionnaires et assimilés) ; beaucoup de prix sont plafonnés au mépris des coûts correspondants ; toutes sortes de règles et d'accords empêchent les marchés de s'adapter lorsque la conjoncture change ; les impôts et taxes changent continuellement en nature, en assiette ou en pourcentage ; etc.

1.7.5.4 Conclusion sur le libéralisme économique

Le libéralisme économique est défini dans [\[10\]](#).

Aux Etats-Unis, un excès de laisser-faire (dû à une trop forte confiance dans [l'autorégulation du marché](#), à sa [main invisible](#) et au [monétarisme](#)) a amené le manque de supervision à l'origine des crises financière puis économique qui ont commencé en 2007.

En France, au contraire, il y a un [interventionnisme](#) excessif. Par inculture économique, les Français veulent une économie administrée à concurrence régulée – donc rigide et peu efficace. Les gouvernements successifs, tous démagogiques depuis 1981, essaient de flatter leurs désirs au lieu d'obéir aux règles d'économie de marché propres à assurer l'efficacité économique nécessaire à la croissance, et de répondre aux défis du XXI^e siècle. Tant que la France n'aura pas un gouvernement fort, capable de faire comprendre aux Français les vérités de l'économie moderne, puis de passer outre aux divers immobilismes syndicaux, corporatistes et politiques, son adaptabilité à l'économie mondialisée sera faible, son niveau de vie stagnera et l'exaspération des citoyens restera forte. Hélas, depuis Charles de Gaulle la France n'a pas eu de président suffisamment courageux pour conduire un changement d'une telle ampleur.

1.7.6 Comportement des agents économiques et des acteurs des marchés financiers - Anticipations

En matière d'économie, les décisions sont en général lourdes de conséquences. Un manager qui prend une décision dans la conduite de son entreprise, ou un investisseur qui décide d'acheter ou de vendre des titres en bourse réfléchissent aux conséquences de chaque décision envisagée. Ce faisant, ils *anticipent* le résultat de chaque action éventuelle, pour éviter les erreurs, prendre aussi peu de risques que possible et obtenir le bénéfice maximum.

Exemples d'anticipation :

- Si les consommateurs savent que les prix augmenteront rapidement, du fait de l'inflation, ils anticipent leurs achats et épargnent moins. Au contraire, s'ils savent que les prix baissent dans un secteur économique particulier comme l'immobilier, ils retardent leurs achats en espérant profiter de prix plus bas.
- Si les fournisseurs apprennent, par exemple par une déclaration du président de la République, que l'Etat va envoyer un chèque de 1000 € à chaque foyer fiscal dans deux mois, beaucoup vont augmenter leurs prix en anticipant une croissance du pouvoir d'achat.

D'après la théorie économique traditionnelle, les décisions des agents économiques sont rationnelles, y compris quand elles se basent sur des anticipations. Mais le livre [\[161\]](#) donne des exemples de comportement humain irrationnel aux paragraphes "[L'homme ne suit que les conclusions conformes à ses valeurs](#)" et "[La science économique est basée sur un postulat contestable](#)".

1.7.6.1 Prédiction de valeurs futures calculées à partir de valeurs passées

Extrapolation simple

On peut anticiper la valeur future d'une variable économique X_t au temps t (ou à la période t) connaissant ses valeurs X_{t-1} au temps $t-1$ et X_{t-2} au temps $t-2$ ainsi qu'un coefficient α en appliquant la formule *d'extrapolation* :

$$X_t = X_{t-1} + \alpha(X_{t-1} - X_{t-2})$$

Dans cette formule :

- $X_{t-1} - X_{t-2}$ est l'évolution de la variable X entre les temps $t-2$ et $t-1$;
- α est un coefficient appliqué à la variation de X pendant la période de $t-2$ à $t-1$; si $\alpha > 0$, la tendance se poursuit, si $\alpha < 0$, elle s'inverse.

Extrapolation adaptative

On peut aussi anticiper l'avenir en corrigeant une loi d'anticipation utilisée dans le passé compte tenu des écarts constatés avec la réalité. On a ainsi une formule *adaptative* de la forme :

$$X_t^a = X_{t-1}^a + \alpha (X_{t-1} - X_{t-1}^a)$$

Dans cette formule :

- Les X^a sont les valeurs anticipées de la variable X aux instants t et $t-1$;

- $X_{t-1} - X_{t-1}^a$ est l'écart entre la valeur constatée et la valeur anticipée ;
- α est un coefficient correctif ; s'il est nul, la formule donnant X_t est la même que celle donnant X_{t-1} .

1.7.6.2 Anticipations plus ou moins rationnelles

On peut, enfin, anticiper l'avenir en calculant la valeur future d'une variable au moyen d'un algorithme quelconque tenant compte de ses valeurs passées et de constantes décrivant les circonstances actuelles (bien connues) et futures (supposées).

Cette méthode prévoit l'avenir connaissant la situation actuelle et son évolution passée, en tenant compte de *prévisions non calculables* de valeurs futures de certaines constantes ; c'est donc une méthode *mathématico-pifométrique*. Pour se donner bonne conscience, ceux qui l'utilisent font souvent de nombreuses simulations où ils font varier les valeurs pifométriques, parfois en faisant des milliers de tests ; ils croient ainsi à tort que plus ils font de tests, plus leurs chances de passer à côté des résultats possibles sont faibles. C'est avec cette approche (que certains osent appeler « anticipation rationnelle ») que [Northern Rock est tombée en insolvabilité](#) et que [ma banque m'a vendu un investissement « sûr » qui s'est avéré « sûrement perdant »](#).

En outre, comme par définition tout marché a plusieurs intervenants, et que chacun d'eux a ses propres règles de raisonnement et intuitions sur l'évolution des variables et le comportement des autres intervenants, anticiper les quantités échangées sur ce marché et les prix correspondants est nécessairement non calculable, irrationnel.

Nous verrons [plus bas](#), en considérant l'aspect philosophique des problèmes de prédiction du comportement des agents économiques, que ce comportement est trop souvent illogique pour être prévisible mathématiquement, même avec des formules probabilistes.

1.7.7 Théories économiques

Depuis qu'il y a de la monnaie en circulation, les hommes et les gouvernements se sont demandé quelle relation il y a entre la quantité d'argent en circulation et l'activité économique, c'est-à-dire la richesse produite.

1.7.7.1 Economie : aspect réel et aspect monétaire

Origine de la hausse des prix

Dans [\[191\]](#), Jean Bodin a démontré dès 1578 que la forte hausse des prix constatée à son époque était due pour l'essentiel à l'afflux d'or et d'argent en provenance du Nouveau Monde.

Cette démonstration est d'une extrême importance : alors qu'en ramenant de l'or dans ses galions l'Espagne pensait s'enrichir sans travailler, elle n'a fait que générer de l'inflation. Pendant ce temps-là, ce sont par exemple les Pays-Bas, où l'on travaillait et commerçait dur, qui s'enrichissaient. La preuve était faite que *l'enrichissement d'un pays vient de l'activité économique, pas de la possession d'argent par des gens inactifs. Au contraire, injecter artificiellement de la monnaie dans une économie n'y produit que de l'inflation.*

C'est en appliquant ces idées que Colbert (1619-1683) développa en France les manufactures et la dentelle (pour créer des biens au lieu de les importer contre de l'or), et le grand commerce pour exporter la production française et importer des marchandises exotiques sans passer par des intermédiaires.

La malédiction du pétrole

Aujourd'hui il y a une « malédiction du pétrole » : les pays arabes producteurs de pétrole, qui n'ont pas su utiliser la rente provenant de la vente de leurs barils pour former leurs citoyens et investir dans des activités qui leur donnent du travail (industrie et services associés), ont un fort taux de chômage et un avenir menacé. Les seuls pays au monde qui ont vraiment profité d'une forte production de pétrole sont les pays avancés : Etats-Unis, Royaume-Uni, Norvège et Pays-Bas pour le gaz ; ils ont su développer leur économie en investissant sagement au lieu de consommer leur rente pétrolière en construisant des palais, en achetant des armes ou en subventionnant des produits de consommation courante comme l'ont fait l'Iran, les pays arabes, l'URSS puis la Russie, le Venezuela, etc.

En Iran, la rente pétrolière assure 85 % du budget de l'Etat, ce qui montre bien l'insignifiance de l'industrie, des services et de l'agriculture. Quand le prix du baril baisse, l'Iran risque de ne plus avoir de quoi nourrir sa population, dont l'alimentation est largement importée et subventionnée.

En Arabie Saoudite, le pétrole représente 75 % du budget de l'Etat et 45 % du PIB ; il sert à payer le travail de 5.5 millions de travailleurs étrangers, qui travaillent à la place des 6.7 millions d'Arabes, actifs en théorie mais très peu productifs en pratique.

Aspect réel et aspect monétaire d'une économie

- Dans l'économie *réelle* on considère la valeur réelle des biens et services, évaluée par exemple en heures de travail nécessaires pour les produire. Les prix ne font que constater la réalité économique due à [l'équilibre de l'offre et de la demande](#).

Si les prix de certains biens augmentent trop, dépassant de beaucoup leur valeur réelle, il y a un déséquilibre du marché. Si le prix d'un instrument financier (action cotée en bourse, par exemple [\[22\]](#)) monte trop au-dessus de la valeur des actifs sous-jacents, il y a création d'une bulle spéculative, nous le verrons [ci-dessous](#).

- L'aspect *monétaire* ne considère que les prix de marché des biens et services disponibles dans une économie. La demande et l'offre de monnaie y jouent des rôles importants :
 - Le fonctionnement quotidien de l'économie et son développement sont impossibles sans un crédit suffisant, [nous l'avons vu](#).
 - Le niveau des prix est proportionnel à la masse monétaire offerte, comme [on le sait depuis Jean Bodin](#) ; un crédit trop bon marché est inflationniste.

Dans chaque type d'activité économique il faut disposer d'un certain capital pour chaque heure de travail effectuée ; j'explique cela dans [\[159\]](#).

1.7.7.2 Keynésianisme

Théorie économique de John Maynard Keynes, des années de crise 1930 [\[120\]](#).

C'est une théorie *macroéconomique*, prenant en compte l'activité et le raisonnement de groupes d'agents économiques (exemple : tous ceux d'un pays donné) par opposition aux théories *microéconomiques* décrivant le comportement (rationnel) d'un seul agent économique.

Le keynésianisme prend en compte un certain niveau d'incertitude et une analyse sur le court terme, alors que les théories précédentes ignoraient l'incertitude, supposaient chaque agent économique [parfaitement informé](#) et une analyse à long terme (Keynes se moquait de cette analyse-là en disant : « A long terme, nous serons tous morts », remarque cruellement pertinente en période de crise économique grave).

Enfin, le keynésianisme prend en compte l'emploi (le chômage) et l'influence de la monnaie dans l'économie. Pour Keynes, *la situation normale dans une économie comprend un certain niveau de chômage*, et les prix ne s'ajustent pas automatiquement à la demande : si la production dépasse la demande, elle diminue, donc l'emploi diminue et le chômage augmente ; contrairement à la théorie précédente, les prix peuvent être rigides au lieu de s'adapter automatiquement.

Pour Keynes, *économie réelle et monétaire coïncident*. L'Etat peut et doit intervenir dans l'économie par des politiques *budgétaire* (le déficit dû aux dépenses publiques stimule l'activité) et *monétaire* (coût et disponibilité du crédit), par exemple en dépensant de l'argent emprunté pour relancer l'économie, ou à la fois par des dépenses budgétaires et des baisses d'impôts. Pour relancer la demande, il faut aider à la fois *la consommation* (en augmentant les revenus) et *l'investissement* (en baissant les taux d'intérêt pour rendre l'investissement dans une entreprise plus rentable que le placement financier). Keynes préconise donc de relancer l'économie *en agissant sur la demande* : consommation, investissement, dépenses budgétaires et exportations ; nous verrons cela [plus bas](#).

Nous verrons plus bas que la théorie [interventionniste](#) de Keynes, [qui vise des effets à court terme](#), est encore d'actualité dans notre crise économique parce qu'elle est grave et nécessite une relance urgente. Beaucoup de gouvernements injectent aujourd'hui de l'argent à tout va dans l'économie pour la relancer, en recapitalisant les entreprises, par des chèques aux particuliers ou par des baisses d'impôts. Elle justifie de reporter sur les générations suivantes la charge de la dette due à cette relance de l'économie par le fait qu'une économie redressée prépare mieux l'avenir de ces générations-là qu'une économie déprimée, qu'elle les rend plus aptes à rembourser la dette.

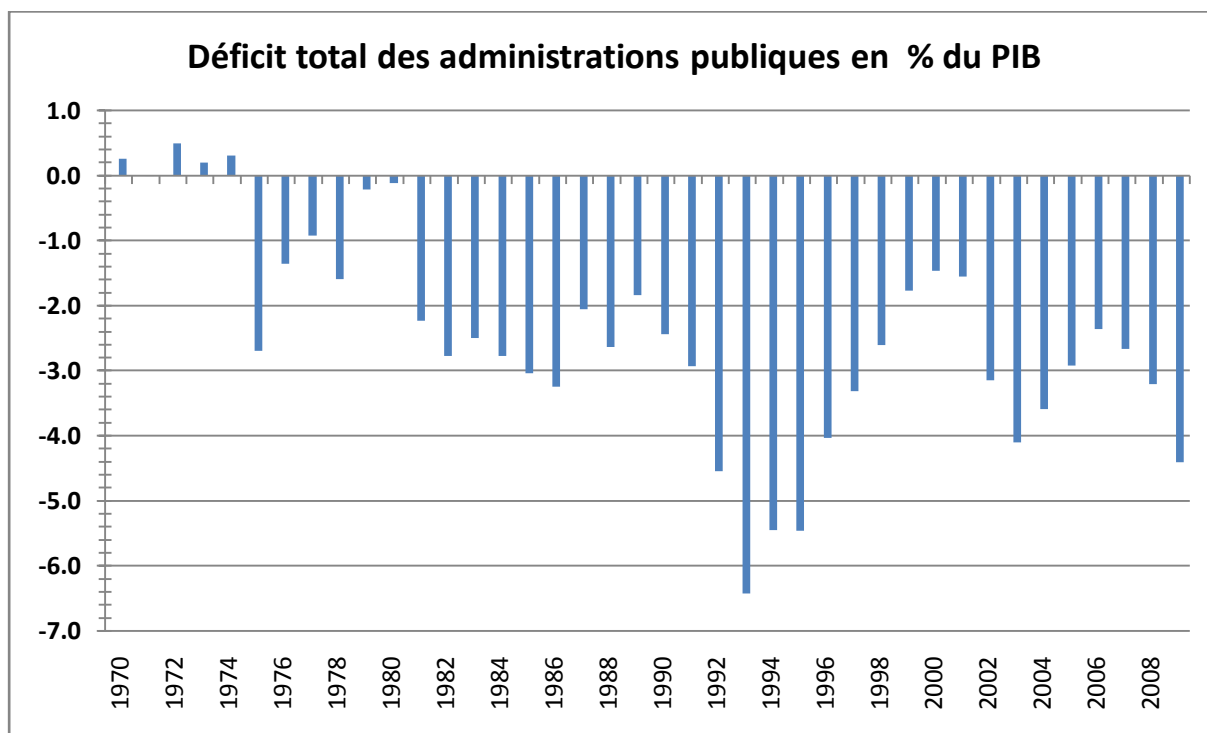
Enfin, Keynes a le mérite d'insister sur l'importance de l'espoir : espoir des consommateurs dans la pérennité de leurs revenus, qui les incite à dépenser, donc stimule l'activité, et espoir de vendre plus des entrepreneurs, qui les incite à investir pour accroître la production et la productivité [\[19\]](#), afin de gagner davantage.

A part la création de dettes à la charge des générations suivantes, [l'inconvénient des relances keynésiennes est l'inflation](#) résultant d'une plus grande disponibilité d'argent

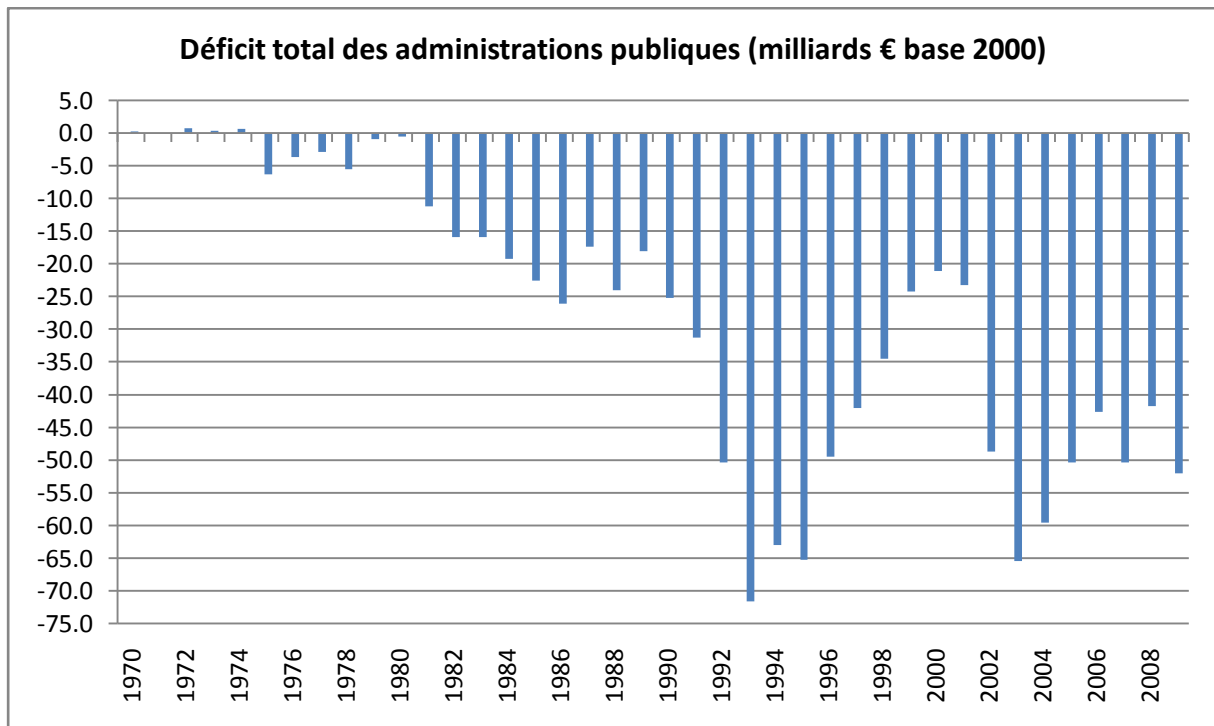
et de la propension des fournisseurs à augmenter leurs prix quand leurs ventes augmentent. D'autre part, si le chômage diminue par suite de la relance, les salaires augmentent parce que les salariés deviennent plus exigeants, ce qui accroît encore les risques d'inflation. Puisque des salaires élevés freinent les embauches, un équilibre devrait s'établir après lequel les entreprises ne pourront gagner davantage qu'en augmentant la productivité, par exemple par un équipement plus moderne ou des délocalisations vers des pays à coût de main d'œuvre plus faible. On trouvera des détails dans [\[192\]](#).

Déficit budgétaire : une stimulation keynésienne permanente de l'économie

En France, les budgets totaux de l'Etat et des administrations publiques n'ont jamais cessé d'être en déficit depuis 1975, comme le montrent les deux graphiques ci-dessus issus de l'INSEE [\[200\]](#). Ce déficit budgétaire permanent constitue une stimulation keynésienne de l'économie, une stimulation récurrente. Depuis 1975, les divers gouvernements de la France n'ont jamais cessé de dépenser plus qu'ils n'encaissaient, aggravant chaque année davantage la dette qu'ils laissaient aux générations suivantes, qui ont le tort de ne pas voter tout de suite. Lorsqu'un gouvernement se félicite d'avoir obtenu une croissance du PIB de 1.8 % en oubliant de dire que son déficit budgétaire y était pour 2.7 %, que penser de son honnêteté ?



Déficit public français en % du PIB de 1970 à 2009 (estimé pour 2008 et 2009)



Déficit public français en milliards d'euros de 1970 à 2009 (estimé pour 2008 et 2009)

Une déformation idéologique du keynésianisme : la relance par la seule baisse d'impôts ou les chèques du Trésor aux contribuables

Aux Etats-Unis, les Républicains ont une attitude idéologique concernant la relance d'une économie en crise grave : pour eux *il faut et il suffit de baisser les impôts* (ou d'envoyer un chèque du Trésor à tous les ménages). Cette méthode de relance est une erreur économique si elle est pratiquée sans les autres méthodes : nous verrons cela plus bas, d'abord en évoquant [l'association d'une relance monétariste et d'une relance keynésienne](#), puis en donnant [les détails d'une relance keynésienne](#).

1.7.7.3 Monétarisme

Les remèdes traditionnels à une crise économique

Depuis la grande dépression des années 1930, les économistes se sont mis à peu près d'accord sur le fait qu'une relance keynésienne (dépenses budgétaires, baisses d'impôts, chèques aux particuliers ou aux entreprises) ne constitue pas une solution durable, qu'elle ne produit qu'une stimulation de courte durée de l'économie. Une telle stimulation ne dure que le temps que l'argent reçu soit dépensé, en général quelques semaines, parce que le montant injecté dans l'économie ne représente qu'une fraction de pour-cent du PIB.

C'est ainsi que la relance keynésienne de la consommation, déclenchée par l'administration Bush au printemps 2008 en envoyant pour 168 milliards de dollars de chèques (1.2 % du PIB 2007 américain) aux ménages américains n'a produit qu'une relance de quelques semaines au 2^{ème} trimestre (voir [graphique de l'évolution du PIB](#)), beaucoup de ménages ayant utilisé l'argent reçu pour se désendetter ou épargner (voir [graphique de l'évolution de l'épargne](#)).

Les économistes pensent qu'une politique qui accroît la masse monétaire (argent disponible) et baisse les taux d'intérêt est plus efficace à long terme pour la croissance, car elle stimule la demande à plus long terme. Une telle politique de relance est dite « monétariste ». Voyons donc la théorie monétariste.

La théorie monétariste

Le monétarisme est une théorie développée dans les années 1950-1960 par les économistes de l'école de Chicago, dont le chef de file fut Milton Friedman [198]. Cette théorie réaffirme l'ancien postulat selon lequel :

Toute augmentation de la masse monétaire (argent disponible) entraîne une hausse des prix.

Selon cette théorie :

- Les agents économiques, notamment les consommateurs, sont « sages » : ils anticipent leurs revenus à moyen terme et ne prennent des habitudes de dépense qu'en fonction de ces revenus stables anticipés.

Ce comportement des consommateurs s'est encore vérifié au 1^{er} trimestre 2008 lors de l'envoi aux Américains d'un chèque de 500 dollars par personne seule ou 1000 dollars par ménage, cadeau du Trésor qui a coûté 168 milliards de dollars et que nous venons de citer. Sachant que c'était une rentrée d'argent exceptionnelle, les Américains n'ont pas changé leurs habitudes de dépense ; l'effet de la mesure sur l'économie n'a été qu'un feu de paille de quelques semaines, au 2^{ème} trimestre.

Supposons que, comme le demandent les syndicats français et les partis de gauche en ce début de 2009, le gouvernement Sarkozy procède à une relance keynésienne *permanente* de l'économie, par exemple de 8 milliards d'euros par an (environ 0.5 % du PIB) en baissant la TVA de 6 % en moyenne [210]. Supposons aussi que les Français soient avertis que le déficit restera ce qu'il est pour respecter les critères de Maastricht [195]. Ils en déduiront alors que le gouvernement reprendra sous forme de divers impôts et taxes supplémentaires les hausses de revenu qu'il a accordées ; et comme leur peur de l'avenir restera la même, ils continueront à épargner près de 16 % de leur revenu disponible [111] : ils n'augmenteront donc pas leur consommation de manière permanente et l'économie ne sera donc pas relancée.

Non seulement l'économie ne sera pas relancée, mais les importations seront avantagées en supportant une TVA réduite, et remplaceront sur notre marché des produits français. Comme notre balance extérieure (exportations – importations) est déjà déficitaire, ce serait un désastre.

Si, au contraire, le gouvernement emprunte 8 milliards d'euros à 4 % d'intérêts par an qu'il investit en infrastructures utiles (par exemple des lignes TGV et des accès très haut débit à Internet) et les récupère ensuite en 20 annuités d'amortissement, les impôts annuels à prélever pour payer le principal et les intérêts seront de 589 millions d'euros, soit environ 15 € par foyer fiscal, somme insignifiante qui n'entraînera aucun changement d'habitude des consommateurs.

Conclusion : quitte à emprunter de l'argent, il vaut mieux le dépenser en investissements utiles pour le pays – qui stimuleront à terme l'économie, donc le niveau de vie et l'emploi – qu'en cadeaux fiscaux ou subventions, qui n'auraient

pas d'effet sur la croissance à terme car les contribuables devraient tôt ou tard les payer avec intérêts. Plus généralement, ce n'est pas en augmentant les salaires et allocations qu'on augmente le niveau de vie et l'emploi, c'est en augmentant la productivité [19] des diverses activités, ce qui exige des investissements et quelques années de patience pour qu'ils produisent leurs effets.

- Contrairement à ce que pensait Keynes, l'économie réelle et l'économie monétaire sont distinctes.
- La demande de monnaie ne dépend que des revenus anticipés, ce qui la rend relativement stable.
- L'inflation ne peut être produite que par une offre excédentaire de monnaie, une masse monétaire qui croît plus vite que le PIB [7].

"Un accroissement de l'offre de monnaie induit à terme une hausse de même proportion du niveau général des prix, pas un accroissement de la production de richesses".

- Une relance keynésienne n'est qu'une solution *de court terme*, inefficace (neutre à long terme), où il faut combattre l'inflation (privilégier la stabilité des prix).

Les citoyens pas trop pauvres qui reçoivent un cadeau financier lors d'une relance keynésienne ont tendance aujourd'hui à en épargner une partie importante, par peur de l'avenir (anticipation pessimiste) ; c'est ainsi qu'en 2008 les Français ont épargné 15.8 % de leur revenu disponible brut [111]. Du temps de Keynes (années 1930) au contraire, le niveau de vie général plus bas et la misère due à la gravité de la crise incitaient la plupart des ménages à dépenser au fur et à mesure la quasi-totalité de l'argent qu'ils recevaient.

Le monétarisme s'oppose donc au keynésianisme, en considérant comme fondamentalement impuissante à *long terme* sur l'économie réelle toute action de relance d'un gouvernement par injection d'argent. Pour un monétariste, une banque centrale ne peut et ne doit jouer que :

- *Sur les taux d'intérêt*, seuls à même de stimuler l'économie (investissements et dépenses) s'ils sont assez bas, et de freiner l'inflation s'ils sont assez hauts ;
- *Sur la masse monétaire*, c'est-à-dire le crédit disponible.

Le monétarisme en déduit :

- La nécessité de laisser faire l'économie de marché et les marchés financiers, qui s'autoréguleront ;
- La dérégulation des marchés financiers ;
- Qu'il faut un « Etat minimum » et la privatisation du maximum de services publics.

Présenté de cette façon, le monétarisme est facilement considéré comme *une idéologie*, que certains ont critiquée sous le nom d'*ultralibéralisme* à cause de ses effets d'accroissement des inégalités de revenus, donc d'injustice sociale. Nous avons vu plus haut que ces critiques sont injustifiées par principe, le capitalisme

n'étant pas par lui-même immoral, mais amoral [10]. Les conséquences sociales regrettables (bien réelles) d'un excès de laisser-faire résultent simplement d'une insuffisance, dans certains pays, des lois, règlements et contrôles qui encadrent l'activité des agents économiques.

Aux Etats-Unis, par exemple, où les inégalités de revenu sont très fortes [193], *le laisser-faire et la non-ingérence du gouvernement ont été voulues démocratiquement par une grande majorité d'Américains, parce qu'ils leur ont apporté une forte croissance économique et un haut niveau de vie.* Ce n'est qu'avec la crise actuelle que beaucoup d'Américains sont entrain de se persuader qu'il faut davantage d'interventionnisme, à la fois pour sortir des crises financière et économique et pour édicter et imposer les règles permettant d'éviter de tels excès et injustices à l'avenir.

Pilotage monétariste de l'économie lorsqu'elle n'est pas en crise grave

Comme aux Etats-Unis, dans la zone euro de l'Union européenne *le monétarisme est le principe de base de la politique de stabilité des prix de la Banque centrale européenne (BCE)*, stabilité basée sur une intervention dans l'économie limitée au pilotage des taux d'intérêt et de la masse monétaire. Les statuts et la mission de la BCE [117] ayant été adoptés démocratiquement par tous les pays membres de l'Union, ils ne reflètent pas la vision d'idéologues ultralibéraux que certains Français prêtent à tort à la BCE.

La Banque centrale européenne explique clairement dans ses textes qu'elle pratique une politique de stabilité monétaire à *moyen terme*. A moyen terme et non à court terme, car la croissance économique et l'éventuelle inflation ne réagissent à une inflexion de la politique monétaire qu'au bout d'un temps allant de 6 mois à un an, conformément à la théorie monétariste.

En dehors des périodes de crise grave, la BCE pilote en permanence l'économie de la zone euro en agissant sur les taux d'intérêt et la masse monétaire M3. Quand l'inflation de la zone euro dans son ensemble ne risque pas de dépasser l'objectif de 2 %, la BCE laisse croître la masse monétaire M3, même si cette croissance est plus rapide que son objectif théorique de 4.5 % ; elle baisse son taux d'intérêt lorsqu'elle estime que l'économie ne croît pas assez vite, elle l'augmente lorsqu'elle redoute une inflation supérieure à 2 %.

1.7.7.4 Pour sortir de la crise : keynésianisme ou monétarisme ?

Hypothèse préalable indispensable

Supposons la crise financière résolue, le bilan des banques ayant été nettoyé des actifs risqués qui leur font peur et les empêchent de financer l'économie. Cette hypothèse est un préalable incontournable à une relance de l'économie :

- Parce que l'économie nécessite un flux constant de crédits ;
- Parce que l'Etat ou la banque centrale ne peuvent se substituer aux banques de terrain, faute de compétence dans chacune des millions d'entreprises ou de situations de particuliers, et faute de fonctionnaires en nombre suffisant pour s'occuper des millions de prêts consentis.

Choix d'une politique de relance de l'économie

Une relance strictement keynésienne par la consommation aurait sur la crise économique un effet rapide. Mais à moins qu'elle concerne tous les secteurs économiques déprimés et dure au moins un an, le temps qu'ils repartent tous, ce ne serait qu'un feu de paille, comme les monétaristes l'ont démontré. Les dettes laissées aux générations suivantes auraient été, pour l'essentiel, consommées, l'investissement ne repartant que vers la fin de l'année de relance, lorsque les entreprises auraient été certaines de la croissance de leurs perspectives.

Une relance strictement limitée aux investissements, comme l'a proposée le gouvernement français avec son plan initial de 26 milliards d'euros (dont la partie qui stimule réellement l'économie est bien moindre, puisque 11.4 milliards sont consacrés au rattrapage des dettes existantes de l'Etat aux entreprises [207]), n'aurait un effet qu'à moyen terme, le temps que les investissements comme l'infrastructure et la recherche produisent leurs effets. Et, compte tenu du caractère minime des sommes engagées (de l'ordre de 1 % du PIB français d'une année [7]), **cette relance n'a guère de chances de faire repartir les secteurs déprimés de l'économie française pendant toute l'année nécessaire.** (Voir ou revoir le paragraphe "Condition de succès d'une relance keynésienne" [ci-dessus](#).)

Une relance monétariste ne marche pas en période de crise économique grave. Cette certitude résulte de l'échec d'une telle politique (taux d'intérêt quasi nuls et argent disponible en quantité illimitée pour tout emprunteur solvable) au Japon, où [le pays est resté de longues années en croissance à peu près nulle, voire négative](#), et depuis fin 2008 aux Etats-Unis, où la Réserve fédérale pratique depuis fin 2008 des taux de prêt compris entre 0 et 0.25 %, sans limitation de montant. *L'échec s'explique par l'absence de désir d'emprunter, chez les particuliers comme chez les entreprises, personne n'ayant suffisamment confiance en l'avenir. Ce manque de désir est amplifié par les taux d'intérêt exigés par les banques par crainte que les emprunteurs soient, ou deviennent, insolubles*, nous le verrons plus bas en étudiant [les étapes de la crise](#).

Conclusions sur la relance en période de crise grave

- Une relance monétariste seule ne marche pas du tout, faute de demande de crédit et de confiance en l'avenir : *quand la crise est grave, la recette traditionnelle de pilotage monétaire de l'économie est inefficace.*
- Une relance keynésienne ne marche que :
 - Si *tous* les secteurs de l'économie dont la charge de travail est très inférieure à la capacité de production [16] sont stimulés en même temps par des commandes, lancées directement ou indirectement par l'Etat et les collectivités publiques ;
 - Si ces commandes donnent *assez de travail pour occuper la capacité de production de chaque secteur en crise à au moins 80 % entre 6 mois et un an*, c'est-à-dire assez longtemps pour que toute l'économie reparte et que la confiance revienne chez les particuliers comme chez les entreprises.

Il faut tenir compte ici d'effets multiplicateurs. Une commande à une usine produit des commandes chez ses sous-traitants et dans les entreprises de services nécessaires à la production, voire à des équipementiers si l'usine

investit en matériel. Les salaires versés aux ouvriers de l'usine sont dépensés en produits et services qui donnent du travail à d'autres personnes, etc. *Il est fréquent que chaque euro de commande de l'Etat produise 1.5 € d'activité totale.*

Si la capacité de production d'un secteur économique en crise est chargée à 65 %, par exemple, la porter à 80 % exige une injection d'activité (commandes) de 15 %. L'investissement doit donc être de l'ordre de 15 % du chiffre d'affaires annuel de ce secteur divisé par le coefficient multiplicateur escompté pour ce secteur, par exemple 1.2. Dans un pays, ce genre de raisonnement conduit à un budget de relance de l'ordre de 5 % du PIB pendant un an, voire plus si les commandes publiques sont allées à des investissements où l'activité ne peut monter en charge que lentement ; en France, il faudrait un plan de relance d'environ 80 milliards d'euros...

La relance doit donc être d'abord keynésienne, pour produire des effets rapides à même de rétablir l'espoir des citoyens et des entrepreneurs, et d'éviter la poursuite actuelle des destructions d'emplois et d'entreprises. La relance doit ensuite se faire par des investissements en enseignement, recherche et développement et infrastructures, pour préparer le pays à l'économie d'après crise, qui sera encore plus compétitive. C'est parce qu'il faut agir à la fois à court et moyen terme que le gouvernement Obama a fait approuver par le Congrès en février 2009 un plan de 787 milliards de dollars sur 2 ans (3 % du PIB de deux années) [\[236\]](#), et que ce plan contient à la fois des mesures de relance immédiate par la consommation et la solidarité, et des investissements en infrastructure, enseignement et recherche sur plusieurs années.

La relance doit ensuite être monétariste : pour que l'économie redémarre, il faut que le crédit soit dès le départ abondant et bon marché. Il faut aussi que la concurrence entre placements sans risque (monétaires ou obligataires) et placements en fonds d'entreprises plus risqués soit à l'avantage de ces derniers, pour que les investisseurs prennent le risque d'investissements dans l'économie au lieu de l'épargne.

Remarque : les critères de Maastricht (que la France a promis de respecter en signant ce traité de l'Union européenne) imposent des limites au déficit budgétaire (3 % du PIB) et à la dette nationale (60 % du PIB) [\[195\]](#), mais ne limitent pas les investissements publics hors budget, figurant dans le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » [\[194\]](#). *Les investissements sont considérés comme vertueux lorsqu'ils préparent l'avenir.*

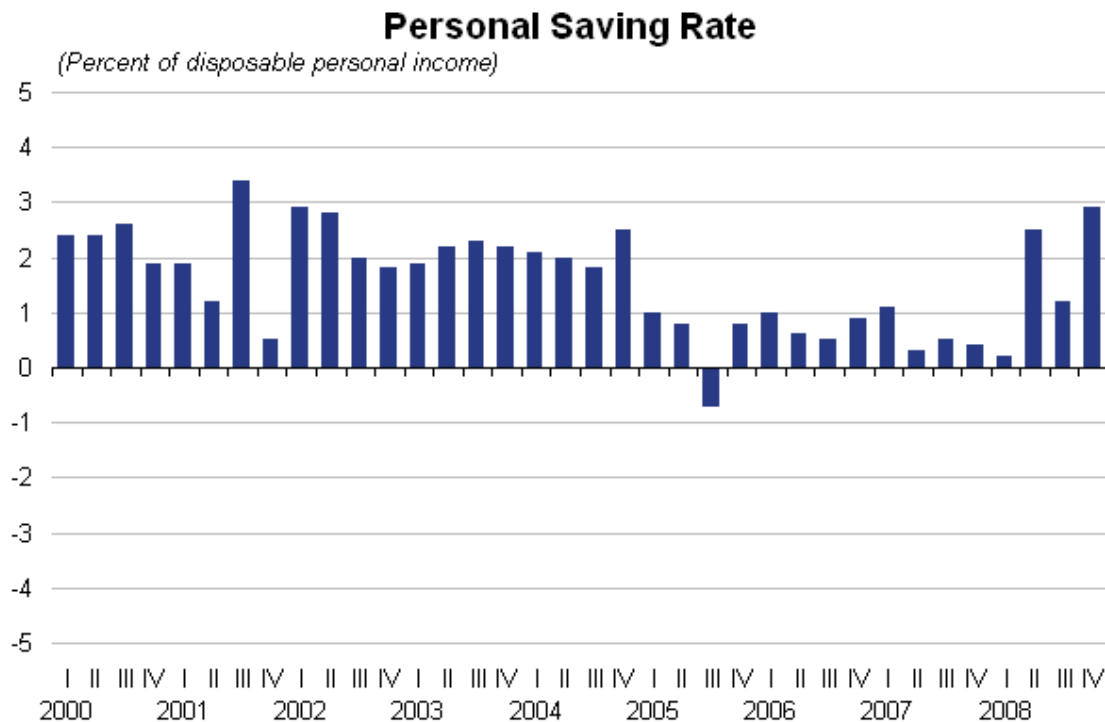
1.7.7.5 L'insouciance des Américains

L'attitude récente des ménages américains jusqu'au début de la crise de 2007 a été l'opposé de la sagesse postulée par le monétarisme. Elle a consisté à ne rien épargner ou à peu près, et à s'endetter en spéculant sur une hausse de la valeur de leur maison, qu'ils refinançaient pour se procurer de l'argent, aussitôt dépensé [\[112\]](#) [\[168\]](#).

- En 2007, la dette moyenne d'un ménage américain représentait 130 % de son revenu disponible brut, contre 62 % en 1977, et le revenu disponible brut avait fortement augmenté entre ces deux dates.

- En 2007, la dette totale des ménages américains représentait 97 % du PIB ; en 2008, elle atteignait 13.6 trillions de dollars (13 600 milliards de dollars) !

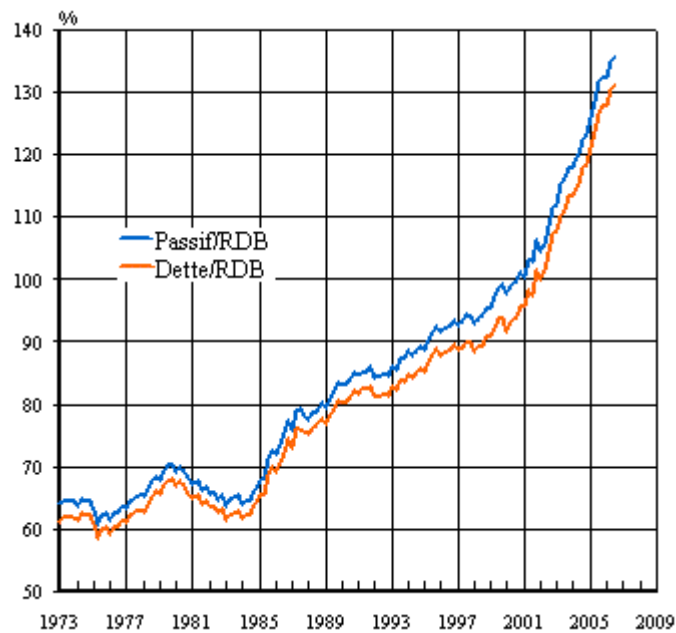
Les deux graphiques ci-dessous montrent l'évolution du taux d'épargne moyen des ménages américains et de leur dette en pourcentage de leur revenu disponible brut, d'après [\[112\]](#).



U.S. Bureau of Economic Analysis

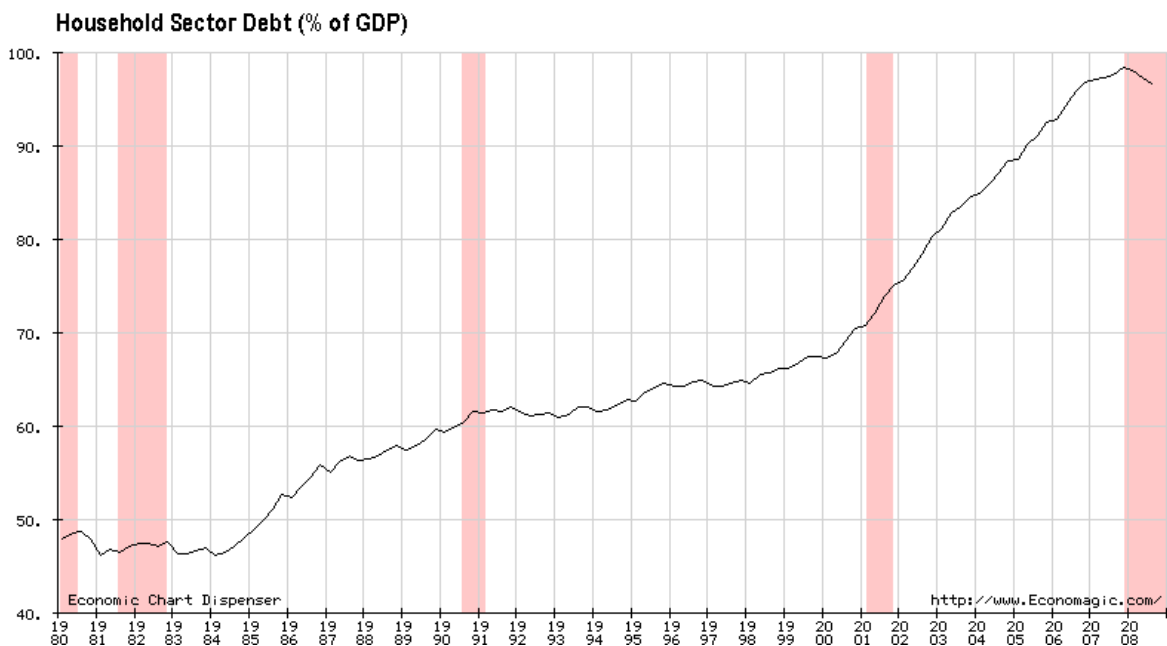
Taux d'épargne des ménages américains en pourcentage du revenu disponible brut (RDB)

On voit au 2^{ème} trimestre 2008 qu'une grande partie des 168 milliards de dollars reçus du gouvernement américain qui voulait relancer l'économie a été convertie en épargne par les ménages, qui se sont mis à redouter le chômage. Leur peur de l'avenir s'est confirmée au 3^{ème} et surtout au 4^{ème} trimestre : les Américains se sont remis à épargner.



Evolution de la dette des ménages américains en pourcentage de leur revenu disponible brut (RDB)

Le graphique suivant montre l'évolution de la dette totale des ménages américains en pourcentage du PIB du pays d'après [168] ; on voit l'accélération de l'endettement à partir de 2002, accélération qui répond à [la baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale](#) :



Evolution de la dette des ménages américains en pourcentage du PIB (les bandes verticales roses délimitent les périodes de récession)

D'après le rapport annuel 2007 de Freddie Mac (page 3) [\[173\]](#), au 31/12/2007, les dettes totales des ménages américains *correspondant à des prêts hypothécaires* représentaient 11 841 milliards de dollars, montant voisin du PIB 2007 américain.

2. Les étapes de la crise financière et économique

Habitude des Américains et de leurs gouvernements de vivre au-dessus de leurs moyens - Bulle spéculative - Enchaînement des faits qui ont conduit à la crise ; critique des règles et des pratiques - Comment la crise bancaire s'est propagée au reste de l'économie

2.1 Habitude des Américains et de leurs gouvernements de vivre au-dessus de leurs moyens

Les deux graphiques montrant la croissance de la dette des ménages américains, en [pourcentage de leur revenu disponible](#) et en [pourcentage du PIB](#), illustrent l'habitude prise depuis 1985 par ces ménages de dépenser plus qu'ils ne gagnent. Au lieu d'épargner en mettant de l'argent dans un compte d'épargne ou dans des actions d'entreprises, ils ont souvent utilisé leur logement comme tirelire : après quelques années de remboursement, ils ont refinancé leur maison en profitant de taux d'intérêt modestes et dépensé l'argent ainsi dégagé. Ils ont aussi utilisé au maximum le crédit pour leurs achats importants (voiture, par exemple) comme pour leurs achats quotidiens. L'économie américaine en a été stimulée, ainsi que le niveau de vie des Américains, au prix d'un endettement croissant (plus de 3.6 fois le PIB fin 2008, voir [graphique](#)) et d'intérêts sur cette dette ayant coûté 451 milliards de dollars en 2008.

De son côté, pendant 32 des 35 exercices de 1974 à 2008 le Trésor américain a dû emprunter pour combler les déficits du pays (voir [graphique](#)).

Cet endettement colossal et prolongé n'a été possible que parce que le dollar est la seule *monnaie de réserve* (voir l'importante explication [\[18\]](#)) et parce que l'argent sortant des Etats-Unis y revient, les investisseurs du monde entier préférant souvent investir là plutôt qu'ailleurs.

Exemple : depuis le milieu des années 1990, la Chine a réinvesti aux Etats-Unis plus de 1000 milliards de dollars provenant de l'excédant de ses exportations aux Etats-Unis par rapport à ses importations. Cet afflux de dollars a contribué à maintenir les taux d'intérêt américains assez bas, ce qui a favorisé la croissance folle du crédit et l'endettement des Américains. L'essentiel de l'argent chinois a été investi dans des obligations du Trésor américain et dans le refinancement de prêts immobiliers hypothécaires (surtout Freddie Mac et Fannie Mae [\[173\]](#)).

En somme, un pays pauvre, la Chine, a financé la surconsommation d'un pays riche. Et au lieu d'emprunter pour investir, par exemple dans leurs infrastructures, souvent en piètre état, les Américains d'aujourd'hui ont emprunté pour consommer aux frais de la génération suivante.

Le président Sarkozy voudrait imposer l'euro comme monnaie de réserve à côté du dollar, mais ce ne sera possible que lorsque l'économie de la zone euro inspirera autant confiance aux investisseurs que celle des Etats-Unis, ce qui est n'arrivera pas dans tout l'avenir prévisible à cause des gaspillages, des transferts sociaux et des rigidités de l'économie européenne, qui handicapent sa croissance.

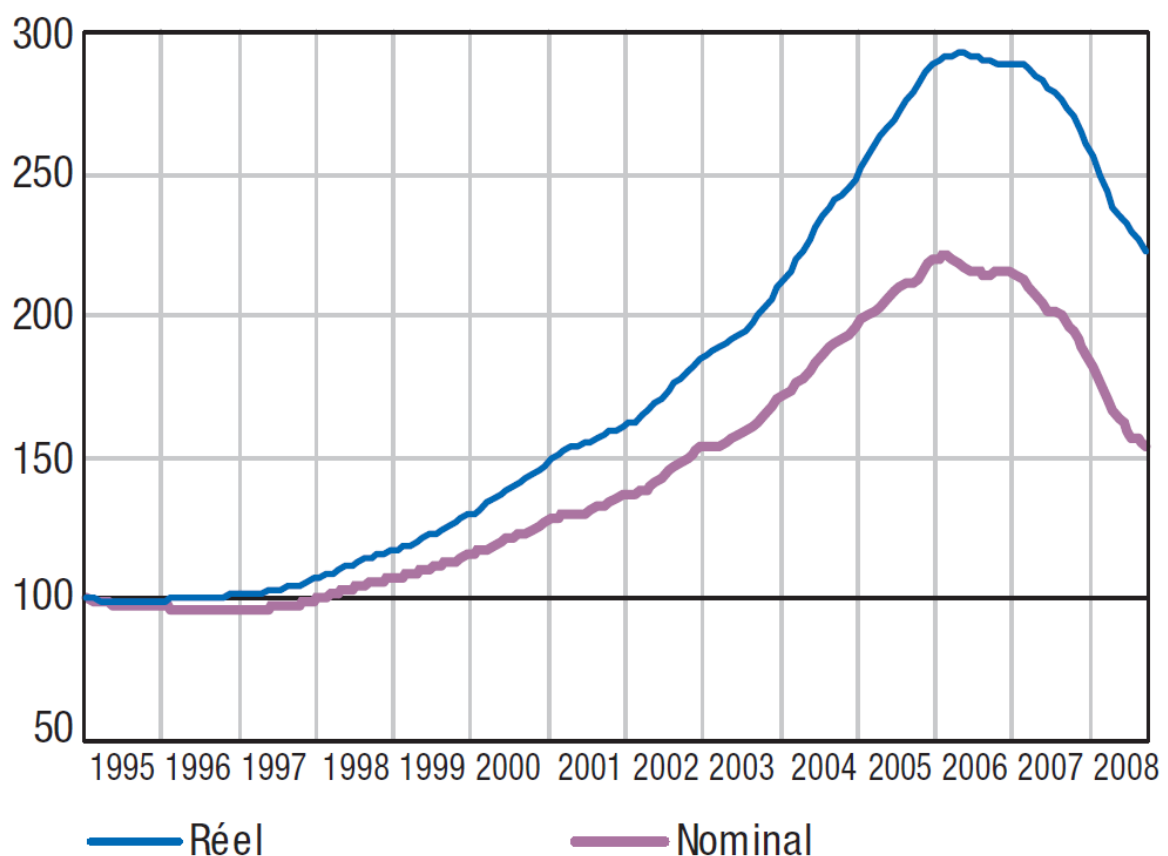
2.2 La bulle spéculative

Pour expliquer ce phénomène, considérons l'exemple de la bulle spéculative immobilière aux Etats-Unis. Nous aborderons successivement le point de vue des accédants à la propriété, puis celui des intermédiaires financiers par qui ils obtenaient des prêts hypothécaires ("mortgages").

2.2.1 Le point de vue des propriétaires

Voici l'évolution relative du prix de l'immobilier depuis 1995 (prix réel et prix compte tenu de l'inflation, dit « nominal ») d'après [222] :

(Indice SP-CS Composite 10, base 100 = janvier 1995)



Sources : S&P/Case-Shiller, Banque de France

Evolution relative des prix de l'immobilier aux Etats-Unis de 1995 à 2008

En 3 ans, de 1998 à 2001, le prix réel moyen des logements a gagné en moyenne 45 %. En 2001, une courte récession (due au dégonflement à partir de fin 2000 de la bulle Internet) a forcé la Réserve fédérale à diviser par 2 son taux d'intérêt, de 5 % à 2.5 %, comme nous l'avons vu sur [un graphique précédent](#). Cette différence a permis à un grand nombre d'intermédiaires financiers de proposer aux propriétaires de maisons avec un crédit en cours de refinancer celui-ci à un taux plus bas, en contractant un nouveau prêt qui remboursait le solde de l'ancien et permettait des

mensualités plus réduites. Des millions de familles en ont profité, et ont utilisé l'argent devenu disponible pour des achats améliorant leur confort.

Ces taux réduits ont aussi permis à davantage d'acheteurs de se manifester, ou d'opter pour des maisons plus chères. Ils ont permis, enfin, une explosion des rachats d'entreprises à crédit avec effet de levier appelés LBO [17].

Quelques mois après (début 2002), des taux d'intérêt encore plus bas (inférieurs à 2 %) ont favorisé une hausse encore plus rapide du prix des maisons, les acheteurs pouvant emprunter davantage à mensualités comparables. Pendant 2 ans et demi, jusqu'à l'été 2004, le prix moyen des maisons a encore augmenté de 43 %. De plus en plus de propriétaires ont refinancé leurs prêts et dépensé l'argent économisé, et de plus en plus d'intermédiaires financiers ont gagné de l'argent en refinançant des prêts immobiliers.

Au cours du 1^{er} semestre 2005, près de la moitié de la croissance du PIB américain provenait de l'immobilier résidentiel (construction ; achats ; ameublement ; ou refinancement à taux plus bas des logements par leur propriétaire, qui se dépêchait de dépenser sa plus-value et/ou l'argent ainsi économisé sur ses remboursements). Cette année-là d'après [204], 40 % des achats immobiliers étaient destinés à la location ou à placer de l'argent en spéculant sur la poursuite de la hausse des prix immobiliers.

Mais les prix plus élevés rendant les maisons inaccessibles à un nombre croissant d'Américains, certains de ces intermédiaires ont trouvé un moyen de leur permettre quand même d'accéder à la propriété. Ils sont allés les trouver en leur tenant le discours suivant (voir exemples [170]) :

"Notre société peut vous trouver un prêt à taux extrêmement réduit, 3 % seulement [par exemple] au-dessus du taux actuel minime de la FED, et qui ne variera que si celle-ci en change. En outre, il n'y a aucun versement initial. Et pendant les deux premières années vous n'aurez rien à payer, ni en capital ni en intérêts. Si vous achetez tout de suite la maison de vos rêves les plus fous, dans deux ans elle aura pris énormément de valeur, environ 20 % à en juger par le passé récent. Vous revendrez alors cette maison pour laquelle vous n'aurez pas déboursé un dollar, vous rembourserez votre prêt et vous garderez la différence."

En somme, les intermédiaires financiers incitaient les candidats propriétaires à spéculer sur une hausse des prix immobiliers pendant encore au moins deux ans.

Avec ce raisonnement, n'importe qui pouvait obtenir un prêt de n'importe quel montant pour acheter une maison ! Les emprunteurs correspondants et les garanties qu'ils présentaient furent qualifiés soit de "NINJA" (No Income, No Job, No Assets : ni revenu, ni emploi, ni actifs), soit de Alt-A ("Liar loans", prêts pour menteurs). De leur côté, ces prêts à des emprunteurs très peu solvables furent qualifiés de "subprime" (de "sub" : inférieur à, et "prime" : présentant de bonnes garanties).

Plusieurs millions de familles profitant de ce financement sans apport initial ni revenu minimum exigé, la demande de maisons augmenta encore, poussant leur prix

toujours plus haut. Et la montée des prix de l'immobilier contribua à la montée de la hausse générale des prix aux Etats-Unis.

Petit à petit, la différence entre le prix de marché d'une maison et son coût économique (par exemple le coût de sa construction sur un terrain déjà acquis par le propriétaire) devint énorme, absurde : *une bulle spéculative se créait*. La capacité annuelle de remboursement immobilier d'un ménage, 25 à 30 % de son revenu disponible, devint très inférieure au remboursement exigible au bout de deux ans.

La maîtrise de l'inflation obligea la FED à entreprendre une remontée progressive de ses taux d'intérêt à partir du milieu de 2004. Il y eut deux types de conséquences :

- Les taux d'intérêt des prêts hypothécaires à taux variable (ARMs : Adjustable Rate Mortgages) se mirent automatiquement à augmenter.
- Comme on pouvait s'y attendre, le nombre d'emprunteurs n'arrivant pas à honorer leurs échéances commença à augmenter deux ans après, mi-2006, comme on le voit sur le graphique du [paragraphe suivant](#). Mais cet avertissement concernant la solvabilité des gens à qui ils accordaient des prêts n'inquiéta pas les prêteurs, qui les connaissaient bien et comptaient sur le fait qu'ils auraient [titrisé et revendu ces prêts](#) – donc le risque et la responsabilité de leur non-remboursement – bien avant que l'insolvabilité des emprunteurs n'éclate au grand jour : ils continuèrent à offrir des prêts NINJA au même rythme.

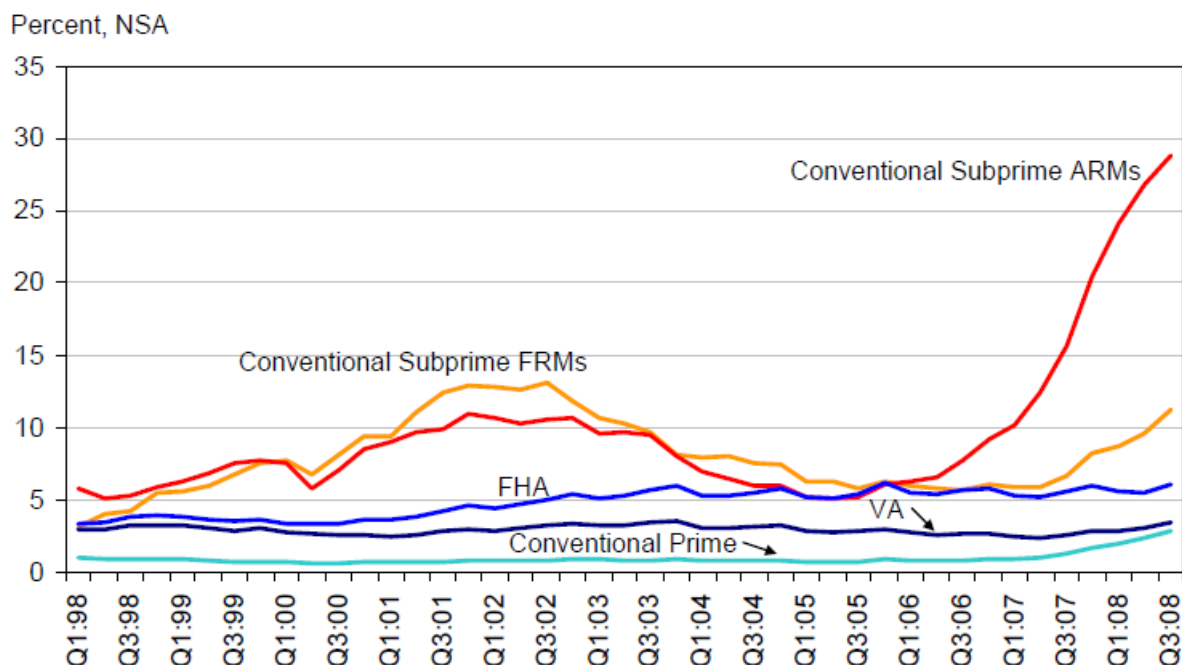
Beaucoup d'emprunteurs NINJA comptaient sur une revente avec bénéfice de leur bien avant deux ans pour rembourser leur prêt, mais avec des taux d'intérêt plus élevés, le nombre d'acheteurs potentiels baissa beaucoup, rendant bien des maisons invendables au prix demandé : comme le montre le graphique [ci-dessus](#), à partir de 2006-2007 le prix des maisons s'est mis à baisser rapidement : la bulle spéculative éclatait.

L'expérience montre qu'*une bulle spéculative se dégonfle toujours en moins de temps qu'il ne lui a fallu pour gonfler* : la descente aux enfers est bien plus rapide que la montée vers le paradis spéculatif. Des prix en baisse créent chez les acheteurs potentiels un attentisme : « si j'achète dans quelques mois au lieu d'aujourd'hui, je paierai sans doute moins cher. » Cet attentisme diminuant encore plus le nombre de ventes, le déséquilibre entre l'offre (les spéculateurs *obligés* de vendre) et la demande, les prix baissèrent encore plus.

Faute de pouvoir vendre, beaucoup d'acheteurs NINJA commencèrent à rembourser leurs premières mensualités en puisant dans divers crédits bancaires à court terme comme des cartes de crédit, situation qui ne pouvait les mener bien loin. Au bout de quelques mois, en contactant un agent immobilier ("realtor") ils apprirent que la valeur vénale de leur maison (celle à laquelle ils pouvaient espérer la revendre) était devenue inférieure au solde de leur prêt : malgré quelques mois de paiement, ils devaient plus d'argent que ce qu'ils pouvaient recevoir pour rembourser ce prêt ! Une seule conclusion logique s'imposait : fuir, en abandonnant leur maison au prêteur hypothécaire à qui ils devaient de l'argent. Et beaucoup le firent, quittant leur maison à \$225 000 pour déménager dans des "mobile homes" en location ; après avoir vécu deux à trois ans dans une maison de rêve, ils campaient.

2.2.1.1 L'explosion des défauts de paiement

Le graphique ci-dessous, issu de [171], compare l'évolution des pourcentages de prêts immobiliers de diverses catégories dont la dernière échéance a plus d'un mois de retard, c'est-à-dire des prêts qui ont un fort risque de ne plus être remboursés :



L'explosion des prêts à échéances non honorées

Evolution du 1^{er} trimestre 98 au 3^{ème} trimestre 2008 du pourcentage de prêts immobiliers qui ont un fort risque de ne plus être remboursés :

- en rouge (ARMs) : prêts subprime à taux variable ;
- en orange (FRMs) : prêts subprime à taux fixe ;
- en bleu foncé (FHA) : prêts assurés ou refinancés par le service fédéral FHA
- en noir (VA) : prêts garantis par l'Etat fédéral aux anciens combattants
- en bleu clair (Conventional Prime) : prêts classiques à emprunteurs solvables

On voit :

- L'explosion des défauts de paiement des prêts subprime à taux variable ;
- La croissance moins rapide des défauts des prêts subprime à taux fixe ;
- La croissance des défauts de paiement des prêts classiques à partir de mi-2007, traduisant la crise économique naissante.

2.2.1.2 Les saisies des maisons hypothéquées

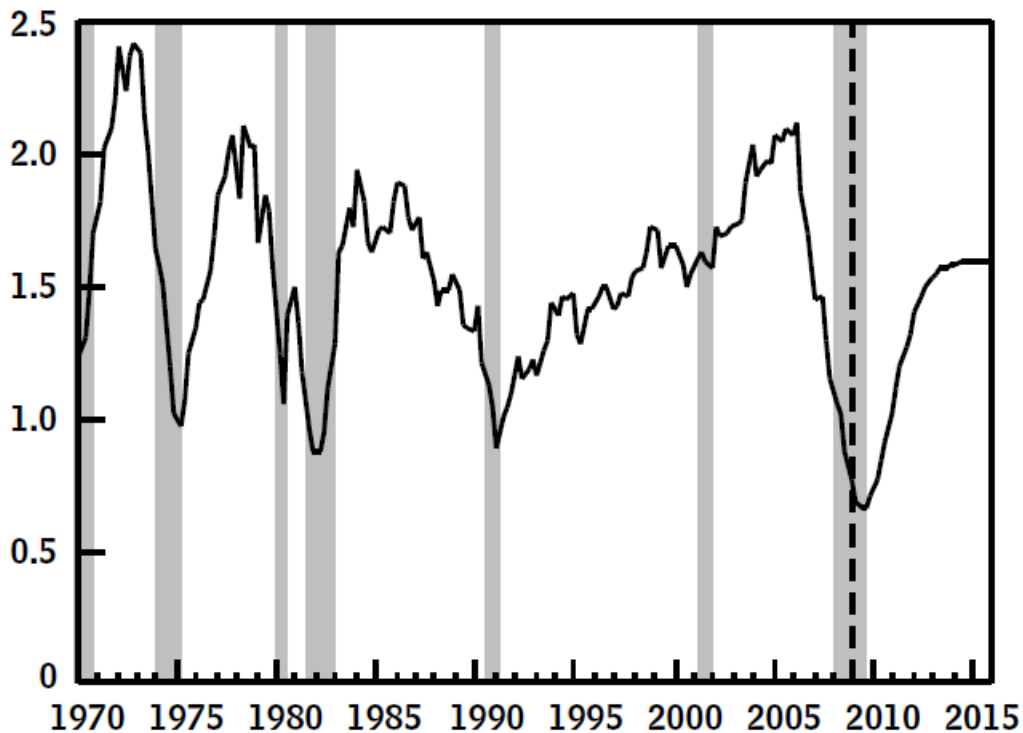
Lorsqu'un emprunteur a accordé une hypothèque sur sa maison au prêteur qui l'a financée, ce dernier la saisit si l'emprunteur s'avère incapable d'honorer les échéances prévues. Aux Etats-Unis, les saisies ("foreclosures") suite aux prêts subprime ont donc explosé.

Les établissements financiers qui ont repris des maisons par saisie (le plus souvent en expulsant leurs occupants) les ont aussitôt remises en vente. Mais, dans un

marché immobilier déprimé par la crise économique et par la difficulté d'obtenir un prêt immobilier si on n'était pas "hyper-solvable", les maisons sont très souvent restées invendues. Certaines ont pu être louées, mais de toute manière les prix immobiliers sont restés orientés à la baisse.

2.2.1.3 L'effondrement du secteur économique du bâtiment

Voici, selon [\[230\]](#), l'évolution des mises en chantier de bâtiments d'habitation destinés à une ou plusieurs famille(s) aux Etats-Unis depuis 1970. On voit l'effondrement à partir de 2007.



Nombre de mises en chantier de bâtiments d'habitation aux Etats-Unis depuis 1970 en millions par an. Les périodes grisées sont des récessions.

2.2.2 Le point de vue des intermédiaires financiers

2.2.2.1 La logique des taux d'intérêt

Le taux d'intérêt d'un prêt tient toujours compte du risque envisagé par le prêteur : plus le risque que l'emprunteur ne rembourse pas – ou pas tout - est élevé, plus le prêteur exige une marge de taux d'intérêt forte pour pouvoir compenser une certaine proportion de non-remboursements (voir la définition du spread [\[21\]](#)). Et plus le taux ainsi calculé est élevé, plus le pourcentage de « frais financiers » facturés à l'emprunteur est élevé.

C'est ainsi que des obligations d'Etat, réputées pratiquement sans risque, offrent des taux d'intérêt plus bas que des obligations d'entreprises privées nécessairement plus risquées ; placer une somme en actions d'entreprises doit en principe rapporter plus que son placement à la Caisse d'épargne, etc.

Donc lorsqu'un gouvernement interventionniste et démagogique taxe si fort les entreprises qu'elles rapportent autant ou moins que la Caisse d'épargne ou des obligations, il décourage les investisseurs, privant donc ainsi à terme les entreprises du pays des crédits indispensables à leur fonctionnement, ce qui finit par détruire des emplois. Et lorsque ces investisseurs sont de petits épargnants qui ont placé leur épargne en actions pour avoir des revenus pour leur retraite, en les privant d'une partie de ces revenus on commet une injustice et une malhonnêteté. Les politiciens français qui savent bien tout cela le font quand même, parce que leurs électeurs ne le savent pas.

2.2.2.2 Comment les règles prudentielles furent contournées puis adoucies

Les lois américaines ou françaises imposant à une banque de respecter beaucoup de règles, dont le ratio de solvabilité Cooke [\[1\]](#), on inventa des « banques d'affaires », sociétés d'investissement non considérées comme banques ; parfois, même, des banques créèrent des filiales d'investissement, pour contourner les contraintes légales, pourtant issues de règles de prudence très justifiées par l'expérience. En outre, certains engagements bancaires risqués comme les « véhicules d'investissement structurés » (structured investment vehicles – SIV) furent cachés « hors bilan » pour ne pas être pris en compte dans le ratio de solvabilité Cooke [\[1\]](#) !

Aux Etats-Unis, ces sociétés d'investissement (exemples : Lehman Brothers [\[180\]](#), Merrill Lynch [\[172\]](#)) ayant le droit de proposer des crédits que les banques ne pouvaient proposer vu leur réglementation, le lobby bancaire obtint en 2004 du « gendarme de la bourse » des Etats-Unis, la S.E.C. [\[232\]](#), un assouplissement des règles prudentielles des banques, pour qu'elles soient à égalité face au marché du crédit en pleine explosion. Les parlementaires américains acceptèrent cette demande d'autoriser une plus grande prise de risque pour faciliter l'accession à la propriété du plus grand nombre possible d'Américains modestes, dont le niveau de vie stagnait pratiquement depuis des décennies. On disposa ainsi d'établissements financiers prêts à prendre beaucoup de risques en toute légalité.

2.2.2.3 Comment les prêts à risques furent titrisés

Considérons un établissement financier (banque, caisse d'épargne, banque d'affaires, mutuelle de crédit, banque associative...), appelé « prêteur primaire » (primary mortgage lender) qui a accordé des milliers de prêts hypothécaires. Il peut, à la place du type de refinancement que [nous avons déjà vu](#), structurer ces créances en un fonds (opération appelée « titrisation ») dont il revend des titres sur le marché *international* appelé « marché secondaire des prêts hypothécaires ». Les titres de créance d'un tel fonds sont adossés aux prêts hypothécaires d'origine, un investisseur pouvant acheter, par exemple, pour 1 million de dollars de prêts qui doivent lui rapporter un certain dividende. Quand tout va bien, l'immense majorité des emprunteurs honore ses échéances, et l'affaire est rentable pour les détenteurs de ces parts de fonds.

Une des formes de titrisation les plus utilisées pour les prêts hypothécaires fut leur regroupement en obligations CDO [\[13\]](#), *qui pouvaient aussi contenir d'autres types de créances*. Ces obligations étaient découpées en plusieurs tranches de risque ; les plus faciles à revendre (car les moins risquées) étaient notées AAA par les [agences de notation](#) mais rapportaient assez peu, alors que les moins faciles à revendre (car

supportant la quasi-totalité des risques) avaient le plus fort rendement. Voici, selon la Banque de France [101], le résumé du mécanisme de perte de confiance qui a conduit à la crise bancaire :

Nombre des CDO et des titres adossés à des crédits hypothécaires (mortgage backed securities) élaborés sur mesure se caractérisent par leur complexité, leur opacité et le profil spécialisé de leur clientèle. En raison de ces caractéristiques, lorsque de sérieux doutes sont apparus, à l'été 2007, sur les performances de ces titres, la liquidité du marché s'est asséchée. Les investisseurs se sont tous rangés du même côté du marché, ceux qui n'étaient pas assez informés tentant de deviner les conditions sous-jacentes en se fiant aux réactions des autres. Les acheteurs en dernier ressort potentiels n'ont pas été en mesure de financer leurs opérations en empruntant auprès de banques hésitant à prêter contre des garanties incertaines. Les taux interbancaires sont montés en flèche, et on a commencé à craindre la paralysie du marché interbancaire car les banques qui refusaient de prêter aux autres banques ont été contraintes de réintégrer des structures complexes dans leur bilan."

Selon l'étude de la Banque de France « La crise des subprime » d'août 2007 [215] :

"Ce marché s'est beaucoup développé ces dernières années, les émissions annuelles atteignant entre 500 et 600 milliards de dollars par an depuis 2004. Le volume global des prêts subprime octroyés aux Etats-Unis représenterait environ 13 % de l'encours total des prêts immobiliers américains, soit 1300 milliards de dollars."

"Sur le marché américain, des créances subprime restent à l'actif d'un certain nombre de véhicules de titrisation, du type des Residential Mortgage-backed securities (RMBS) [titres adossés à des prêts immobiliers hypothécaires], eux-mêmes souvent « restructurés » dans des Collateralised debt obligations (CDOs) [13]."

2.2.2.4 Comment on revendit les risques à d'autres investisseurs

La titrisation des prêts subprime a complètement bouleversé le métier de financeur de prêts immobiliers hypothécaires. Traditionnellement, le financeur vérifiait soigneusement la solvabilité de chaque emprunteur, parce qu'il assumait le risque de non-remboursement de ce type de prêts qualifiés de « premier choix » ("prime"). Pour un prêt subprime, au contraire, il revendait le risque avec le prêt dès que celui-ci était titrisé dans un fonds commun. **Le métier de financeur immobilier ne consistait plus à être prudent, mais à se débarrasser du risque le plus vite possible**, en tout cas bien avant la première échéance de remboursement, deux ans après le financement initial ! Le prêteur primaire n'avait plus de raison d'examiner avec soin la solvabilité de ses emprunteurs puisque, profitant de l'euphorie du marché due à l'abondance de l'argent et à la hausse des prix immobiliers, il revendait ses créances sur eux (les prêts) à d'autres financiers. Ceux-ci n'avaient pas la compétence pour juger de leur solvabilité, mais d'une part ils s'en remettaient à des agences de notation qui ne l'avaient pas non plus et se trompaient souvent lourdement, et d'autre part ils comptaient sur l'assurance de non-perte fournie par les contrats CDS associés [14].

Aux Etats-Unis, la succession d'opérations était, par exemple :

- Un courtier fait signer à un futur propriétaire le prêt qui financera sa maison, prêt accordé par un « établissement financeur hypothécaire » comme WaMu [170].
- Cet établissement initial revend des « paquets » de prêts à une banque d'investissement, qui les restructure en fonds comprenant aussi des prêts à risque minime (par exemple en CDOs [13]) et les fait noter par une [agence de notation](#).
- La banque d'investissement revend les fonds à des investisseurs institutionnels (comme la BNP [163]) qui les revendent par exemple à des particuliers après les avoir encore restructuré en fonds de fonds.

Chacun des intervenants touche des commissions, frais, intérêts, plus-values...

2.2.2.5 Comment on s'assura contre les « défauts de crédit »

Un fonds ayant d'autant plus de valeur – à taux d'intérêt prévu donné – que son rendement était certain, les fonds contenant des prêts subprime furent assurés contre les « défauts de crédit », expression désignant les risques de perte par échéances non honorées. Les contrats d'assurance dérivés furent appelés CDS (Credit Default Swaps - voir définition et fonctionnement en [14]).

A deux doigts d'une crise financière internationale

Si les assureurs avaient dû honorer leurs contrats CDS et dédommager les assurés des pertes subies avec ces fonds, ils auraient été incapables de les dédommager complètement, tant l'éventuel total à payer était colossal. AIG (American International Group), la plus grande compagnie d'assurances américaine, assurait un volume énorme de CDOs [13] - 440 milliards de dollars ! - au moyen de contrats CDS [14] dont le paiement éventuel était garanti par des nantissements ("collateral") sur des investissements qu'elle possédait en portefeuille [173]. Lorsque les [agences de notation](#) abaissèrent la note de ce portefeuille d'investissements, qui contenait trop d'actifs à risque, AIG dût compenser cette perte théorique de valeur d'actifs en adossant ses garanties d'assureur à d'autres actifs – qu'elle n'avait pas en quantité suffisante.

Si la Réserve fédérale n'avait pas injecté dans AIG 85 milliards de dollars mi-septembre 2008 en échange d'une prise de contrôle par le gouvernement des Etats-Unis (c'est-à-dire d'une nationalisation), des investisseurs dans tout le monde auraient dû réévaluer la valeur des titres garantis par les CDS en défaut potentiel d'AIG, ce qui aurait réduit la valeur de leur propres actifs et de leurs dettes : *par une réaction en chaîne, la crise se serait propagée à toute la planète, du fait de la dimension internationale d'AIG et des montants en défaut !* Et ces 85 milliards de dollars s'avérant insuffisants quelques semaines plus tard, il fallut les compléter à hauteur de 152 milliards de dollars et vendre divers actifs d'AIG à divers grands investisseurs internationaux... [177].

Ah si des règles avaient imposé des provisions techniques...

Il est aujourd'hui évident que des assureurs de CDS comme AIG (qui n'était pas tenu de publier les réserves ou actifs dont il disposait pour garantir la bonne exécution de ses engagements contractuels) devraient avoir une obligation légale de publier ces

réserves, et que celles-ci soient suffisantes. La réglementation de l'Union européenne, par exemple, impose aux sociétés d'assurances des réserves appelées « provisions techniques », éléments du passif de leur bilan définis par des règles de calcul précises et représentées à l'actif par des placements sûrs.

Voici un extrait de [225] qui explique l'effet de levier qui a amplifié les pertes des banques dues à l'effondrement de la titrisation structurée des prêts hypothécaires :

"...l'innovation financière de ces dernières années a servi en fait, non pas à mieux gérer et répartir le risque, mais à accroître le volume de crédit par unité de fonds propres, ce que nous appelons dans notre jargon, l'effet de levier. La hausse du levier se manifeste partout : dans l'expansion du bilan des banques ; dans la multiplication des véhicules hors bilan qui fonctionnent, pour la plupart, sans fonds propres, c'est-à-dire avec un levier infini ; enfin, comme je l'ai dit, dans l'utilisation du capital limité des assureurs monolines pour garantir un volume important de produits structurés.

Une caractéristique bien connue du levier est qu'il amplifie à la fois les gains et les pertes. Le boom immobilier américain a engendré, pendant de nombreuses années, des retours importants sur investissement. Mais, avec le retournement du marché, des dépréciations très importantes ont dû être constatées sur les produits structurés qui ont dépassé, pour beaucoup d'institutions, le niveau de leurs fonds propres. L'impossibilité de se recapitaliser a conduit certaines à la défaillance."

2.2.2.6 Comment on dilue les risques sur toute la planète – Agences de notation

Les investisseurs acheteurs de titres se fient à des *agences de notation* pour se faire une opinion sur la « qualité » de ceux-ci, qualité fondée sur la solvabilité des emprunteurs dans le cas des titres adossés à des prêts hypothécaires.

Pour renseigner ces agences, les établissements prêteurs d'origine – ici ceux qui ont consenti des prêts subprime – classent les prêts consentis par catégories de risque. Certains établissements comme Washington Mutual (WaMu, [170]) ont carrément triché sur les catégories de nombreux prêts en sous-évaluant systématiquement leur risque. Nous avons vu [ci-dessus](#) que des établissements de crédit ont mélangé des prêts d'une certaine catégorie avec d'autres crédits, pour en diluer le risque et les rendre plus présentables aux investisseurs : *après le découpage d'un fonds de prêts hypothécaires en tranches de risques croissants, on a mélangé chaque tranche avec d'autres fonds de crédits, et même créé des fonds de fonds où plus personne ne pouvait savoir à quel pourcentage de défauts on pouvait s'attendre.*

Au lieu de dénoncer cette opacité en dégradant la notation des fonds à risques mélangés, les agences de notation ont considéré que leur risque de mauvais rendement était minime, puisque la proportion de prêts subprime dans l'ensemble des crédits à l'économie (ou même au secteur immobilier) était faible. Elles ont donc encouragé leur achat par les investisseurs, en leur attribuant souvent une note flatteuse.

Ainsi, en revendant les fonds adossés à des prêts subprime mélangés à des fonds adossés à des crédits à risque moindre, *tous ces fonds promettant des dividendes considérables*, on a trouvé des investisseurs dans tous les pays du monde ou à peu

près. *Le risque inhérent aux milliards de dollars de prêts subprime en cas de fin de bulle immobilière aux Etats-Unis a été ainsi dilué à l'échelle internationale.* Et même les banquiers les plus professionnels se sont laissé prendre à y mettre leur argent et celui de leurs clients ; exemple français : la BNP [\[163\]](#).

2.3 Historique de la crise financière et économique

Juin 2004 : Pour combattre l'inflation aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a commencé à augmenter ses taux d'intérêt (voir [graphique](#)). Dans [un marché immobilier où la hausse des prix était encore rapide](#), le nombre de candidats solvables à l'achat d'un logement s'est effondré. Des primo-accédants insuffisamment solvables se sont alors tournés vers de nouveaux types de prêts hypothécaires (les prêts *subprime*) offrant des conditions attractives en début de période : ni remboursement de principal, ni remboursement d'intérêts. Ils espéraient revendre leur maison plus cher deux ans après, avant d'avoir commencé à payer quoi que ce soit, et de pouvoir à la fois rembourser leur prêt et ses intérêts, et empocher une plus-value.

7 février 2007 : la banque HSBC annonce des pertes de 10.7 milliards de dollars dues aux taux de défaillance enregistrés par son département des prêts hypothécaires, montant bien au-dessus des provisions pour risques de crédit de 8.8 milliards de dollars prévues par les analystes [\[205\]](#).

Dès le début de 2007, au vu de cette perte colossale et sachant que des milliers d'autres banques dans le monde avaient dans leur actif des prêts du même genre, *on pouvait se douter d'une explosion imminente de la bulle spéculative du financement des prêts hypothécaires.* On pouvait s'en douter d'autant plus que, nous l'avons vu, [le marché immobilier s'effondrait](#) et [le nombre de défauts sur les prêts immobiliers explosait](#).

Fin juin 2007 : effondrement de deux hedge funds [\[15\]](#) de la banque d'affaires Bear Stearns [\[176\]](#) [\[178\]](#), fonds qui avaient lourdement investi en CDOs [\[13\]](#) contenant des prêts hypothécaires subprime. Cet effondrement fut à l'origine de la panique des marchés financiers [\[23\]](#) d'août 2007, en même temps que le nombre de défauts sur des échéances de prêts hypothécaires entraînant des saisies devenait tel qu'il accélérât la baisse de prix des maisons commencée fin 2006.

Les agences de notation ont commencé à baisser la note attribuée aux titres adossés à des prêts hypothécaires. Sur les marchés de titres, la valeur des crédits hypothécaires titrisés a immédiatement commencé à baisser : en quelques mois, la décote a atteint 25 % pour les tranches de CDO les moins risquées et 50 % pour les autres. Le coût des défaillances des emprunteurs subprime ayant été transféré aux acheteurs de titres hypothécaires, investisseurs privés comme établissements de crédit, ces titres dévalorisés se sont retrouvés dans le bilan des banques, des hedge funds, des compagnies d'assurance, etc., *et ceci dans tous les pays.*

Tous ces détenteurs de titres à risques sont devenus incapables de connaître leur valeur dans leurs bilans, d'une part parce qu'ils ignoraient le degré d'exposition de chaque titre aux risques de défaut de remboursement de prêt, d'autre part parce que l'effondrement du nombre de transactions d'achat-vente de ces titres interdisait d'en connaître la valeur de marché. Conclusions :

Des milliers d'établissements financiers, disposant des meilleurs professionnels du monde, ont investi dans des instruments financiers [22] dont ils ne comprenaient ni le contenu ni le fonctionnement, ce qui leur a coûté des centaines de milliards de dollars.

Aucun Etat ne disposait de règles obligeant les instruments financiers à être transparents, à garantir la traçabilité de leur contenu et l'intelligibilité de leur fonctionnement.

9 août 2007 : La première grande banque à admettre son incapacité de chiffrer les actifs à risque de son bilan a été la BNP (suspension de la cotation de trois de ses fonds d'investissement, d'une valeur de l'ordre de 2 milliards d'euros [163]). Les conséquences furent spectaculaires : suspension des marchés du crédit à court terme (indispensables aux entreprises) et injection par la Banque centrale européenne de 94.8 milliards d'euros dans le circuit monétaire pour parer au resserrement du crédit. Très inquiètes comme la BCE que l'économie manque de liquidités, la Réserve fédérale et la Banque du Japon (BOJ) prirent des mesures similaires.

10 et 13 août 2007 : la BCE injecte 61 puis 47.7 milliards d'euros supplémentaires pour tenter de faire face à la crise de liquidités, suivie par la FED et la BOJ.

13 septembre 2007 : Northern Rock (1^{ère} banque de crédit hypothécaire du Royaume-Uni) risquant l'insolvabilité du fait de crédits à risque, des milliers d'épargnants viennent y retirer leurs fonds. Le gouvernement britannique la nationalisera en février 2008.

Mars 2008 : Bear Stearns était l'une des premières et des plus prestigieuses banques d'affaires des Etats-Unis, fondée en 1923, comptant 14 000 salariés et active sur le marché des fonds adossés à des prêts hypothécaires. Pour éviter sa faillite et la panique qui en résulterait, la Réserve fédérale reprit 30 milliards de dollars de son passif et organisa une reprise de cette banque par JPMorgan Chase. Les actions de Bear Stearns furent reprises par JPMorgan au prix de \$2, *moins du dixième de leur valeur quelques jours auparavant et moins que la valeur du seul gratte-ciel qu'elle possédait sur la prestigieuse Madison Avenue de New York*, en garantissant le reste de son passif, mais sans compensation aux actionnaires [178].

7 septembre 2008 : nationalisation des deux immenses sociétés de refinancement de crédits hypothécaires, Freddie Mac et Fannie Mae [173], dont les actions voyaient leur cours s'effondrer.

14 septembre 2008 : après refus du gouvernement américain et de la Réserve fédérale de sauver la prestigieuse banque d'affaires Lehman Brothers [180], celle-ci demanda sa mise en faillite. Lehman étant (en plus de prêts hypothécaires) un des

plus gros souscripteurs du monde de prêts à court terme aux entreprises (commercial paper, en anglais) [175], sa faillite incita les autres banques à freiner, voire bloquer elles aussi les prêts à court terme.

La « leçon de prudence » que les autorités financières américaines avaient ainsi voulu donner au système bancaire eut pour effet une immense panique : dans tous les pays, chaque banque se méfiait désormais de toutes les autres, susceptibles d'être insolvables car elles détenaient – comme elle-même – des fonds invendables parce qu'en partie adossés à des prêts à risque. Les banques ne se prêtant plus d'argent et ne prêtant plus qu'aux clients hyper-solvables (qui ont rarement besoin de prêts), le système financier américain se bloqua pratiquement, privant l'économie de crédits en quelques semaines ; et partout dans le monde, les crédits bancaires diminuèrent fortement.

(Pour expliquer son refus de sauver Lehman, la Réserve fédérale invoqua son obligation de ne prêter à une banque d'affaires que si celle-ci peut offrir des actifs vendables en garantie, actifs qui seraient alors nantis (collateral, en anglais) ; ce n'était pas le cas de Lehman [180]. Et aucune banque ne pouvait acheter tout ou partie de Lehman sans garantie du Trésor américain, garantie que celui-ci refusa.)

16 septembre 2008 : la Réserve fédérale sauve AIG (American Insurance Group, la plus importante compagnie d'assurances des Etats-Unis), en la nationalisant avec 85 milliards de dollars de prêt à deux ans convertible en actions, et en reprenant ses engagements contractuels. Comme nous l'avons vu plus haut, AIG avait eu le tort d'assurer des CDS [14] pour un total trop important par rapport à ses possibilités de payer, donc se trouvait virtuellement en état d'insolvabilité.

La faillite de Lehman et le sauvetage de AIG signifiaient que les fonds adossés au moins en partie à des prêts subprime étaient devenus pratiquement invendables, donc pratiquement sans valeur, et que les pertes potentielles, assurées, se chiffraient en centaines de milliards de dollars. Paniquée, la bourse de New York perdit environ 5 % dans la deuxième moitié de septembre, détruisant plus de 1200 milliards de dollars de valeur de titres.

18 septembre 2008 : le Trésor américain propose un plan de sauvetage des banques de **700 milliards de dollars**, permettant au gouvernement de racheter les actifs à risque (toxic assets) des plus grandes banques américaines. Ce plan devait permettre aux banques de nettoyer leurs bilans, leur permettant ainsi de reprendre confiance les unes dans les autres et dans leur capacité de prêt aux entreprises et aux particuliers.

Ce plan aurait transféré le risque de défaut sur les prêts (donc les fonds correspondants) des banques aux contribuables américains. Mais comme, au jour de leur reprise, il aurait été impossible d'évaluer les fonds « toxiques » repris, il y avait un risque :

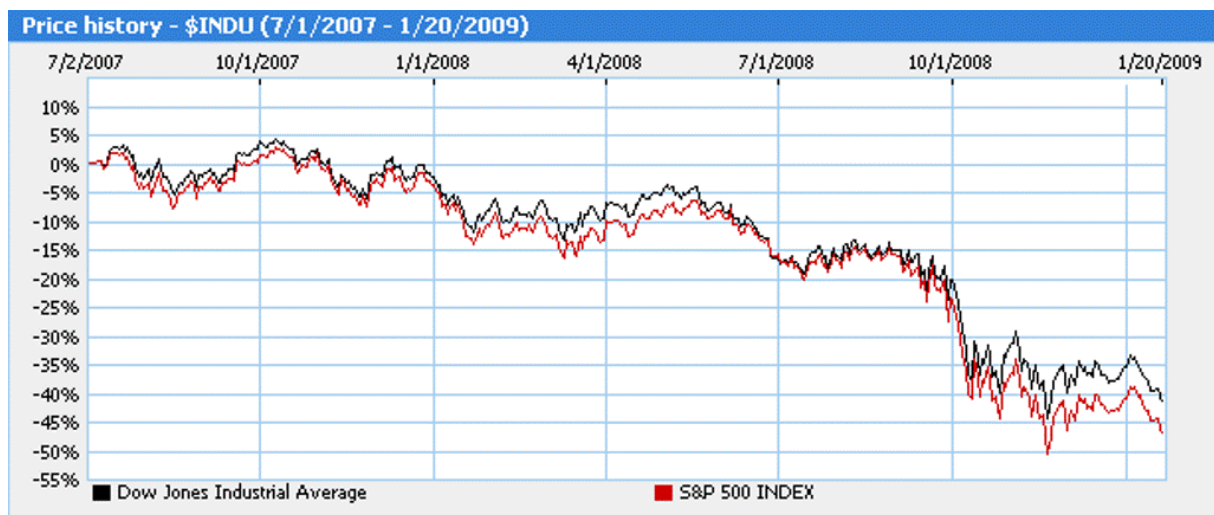
- Si les fonds étaient repris à un cours beaucoup plus bas que leur valeur initiale, l'argent apporté aux banques aurait représenté un montant faible, asséchant leurs fonds propres et diminuant leur capacité de prêt à cause du ratio Cooke [1]. Les actionnaires des banques auraient été spoliés et, lorsqu'après des années

les prêts à risque auraient été soldés, les contribuables américains auraient été gagnants au détriment des actionnaires des banques.

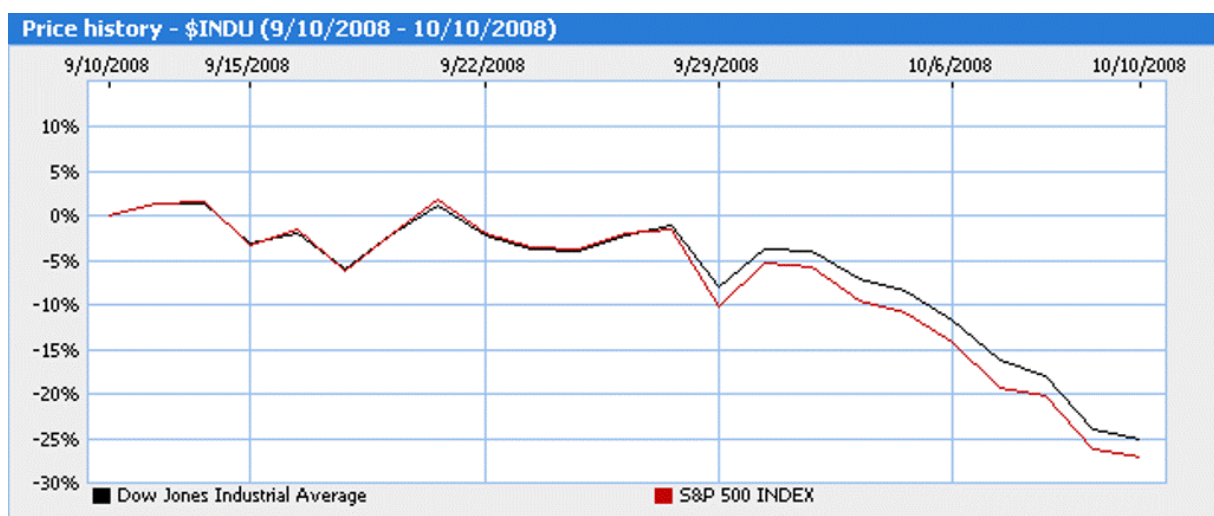
- Si les fonds étaient repris à un cours voisin de leur valeur faciale (initiale), c'était les contribuables américains qui risquaient d'être spoliés à terme, lorsque les prêts à risque auraient été soldés.

Le Congrès des Etats-Unis commença par amender le plan, prévoyant une option permettant au gouvernement de s'immiscer éventuellement dans la gestion des banques aidées (ingérence incroyable aux Etats-Unis, pays champion du laisser-faire, du non-[interventionnisme](#)). Malgré cet amendement, le Congrès rejeta le plan le 29 septembre, ce qui désespéra la bourse, comme nous allons le voir.

Début octobre 2008 : prévoyant un blocage de l'économie par assèchement des crédits bancaires, la bourse de Wall Street s'effondra de 15 % début octobre 2008, comme le montrent les graphiques ci-dessous, issus de [\[182\]](#) :



Evolution des indices Dow Jones et S&P500 de la bourse de Wall Street du 1^{er} juillet 2007 au 20 janvier 2009 en %

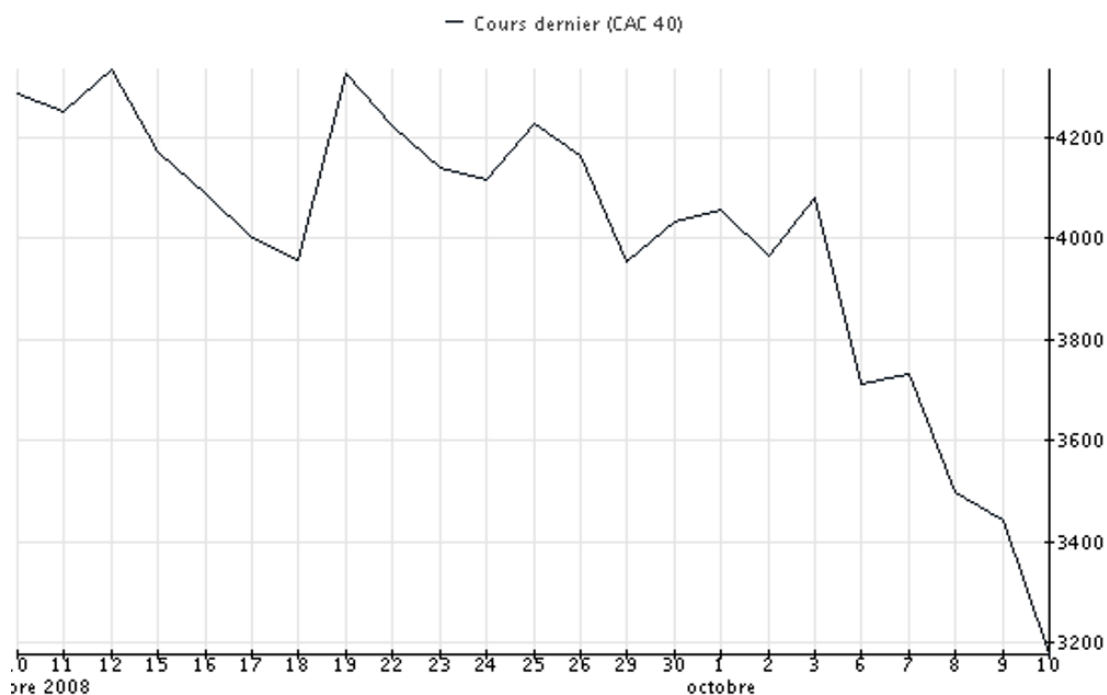


Graphique précédent, dilaté entre le 10 septembre 2008 et le 10 octobre 2008

A titre de comparaison, voici l'évolution de l'indice CAC40 de la bourse de Paris du 1^{er} juillet 2007 au 20 janvier 2009 d'après [183] : on voit que la bourse de Paris suit celle de New York avec un décalage de l'ordre de 1 heure, ce qui illustre la mondialisation financière, l'intégration mondiale des bourses.



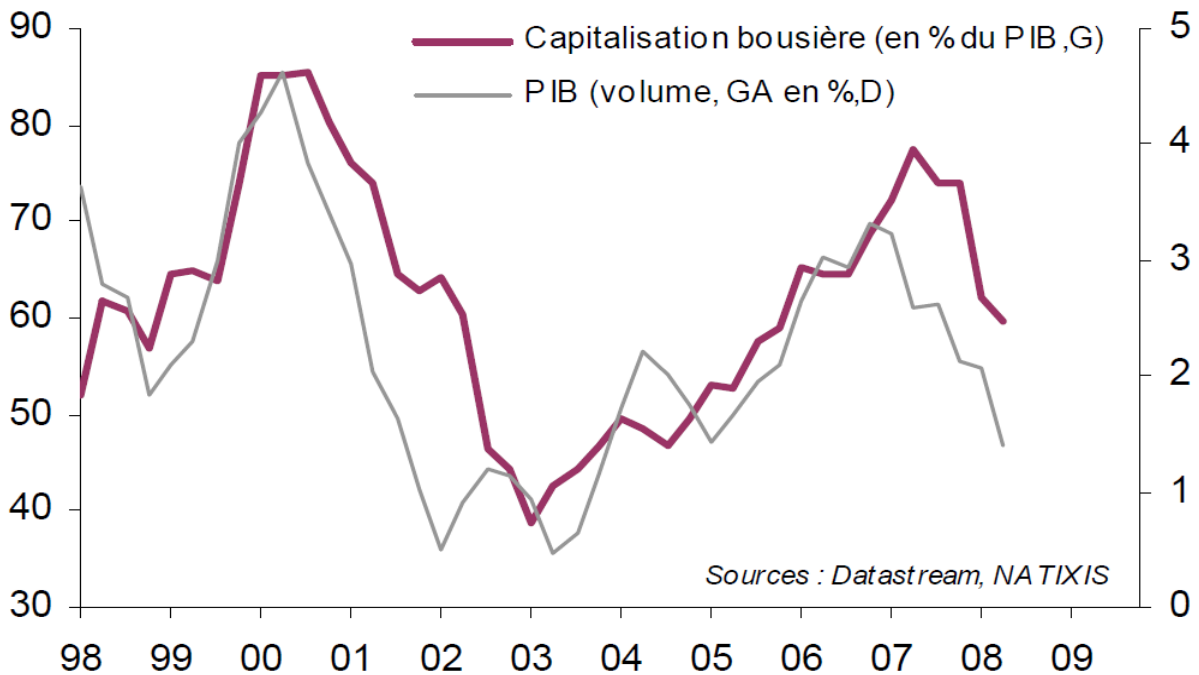
Evolution de l'indice CAC40 de la bourse de Paris de juillet 2007 à janvier 2009



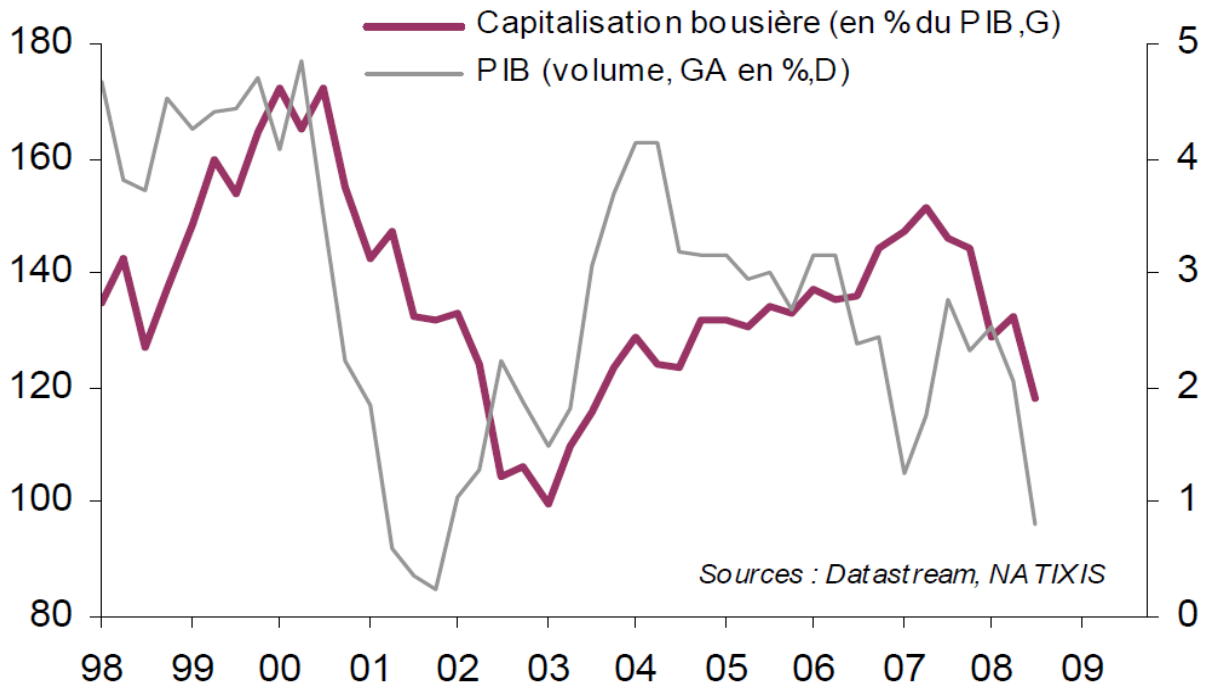
Graphique précédent, dilaté entre le 10 septembre 2008 et le 10 octobre 2008

Corrélation entre bourse et croissance économique

Il est important de savoir qu'il y a une forte corrélation entre les variations de la capitalisation boursière (la valeur totale, aux cours constatés à un instant donné, des titres échangés dans une bourse) et du PIB en volume (c'est-à-dire inflation déduite), comme le montrent les deux graphiques ci-dessous issus de [228]. Dans les deux cas, on remarque l'arrivée de la crise en 2007.



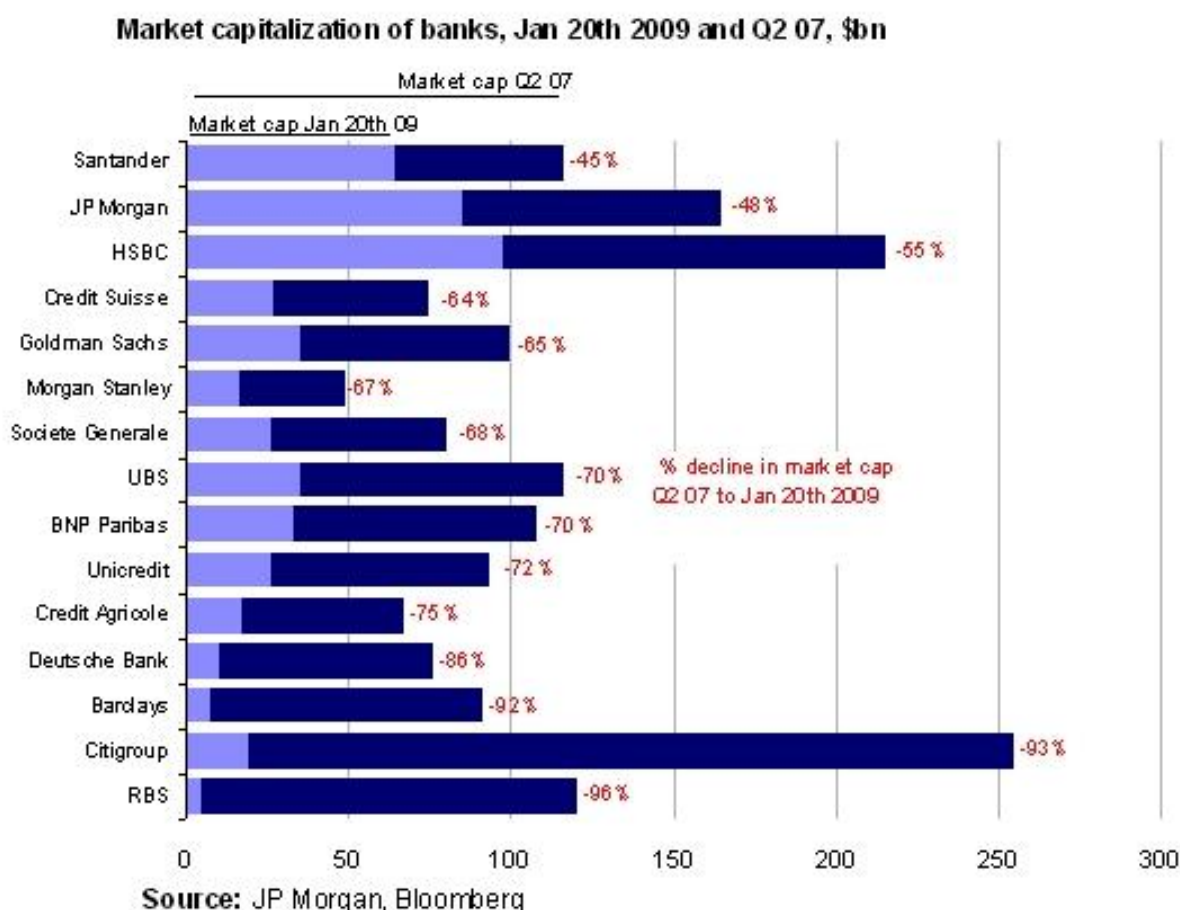
**Evolution de la capitalisation des bourses de la zone euro
(% du PIB, à gauche), et du PIB de la zone en volume (% , à droite)**



**Evolution de la capitalisation de la bourse de New York
(% du PIB, à gauche), et du PIB des Etats-Unis en volume (% , à droite)**

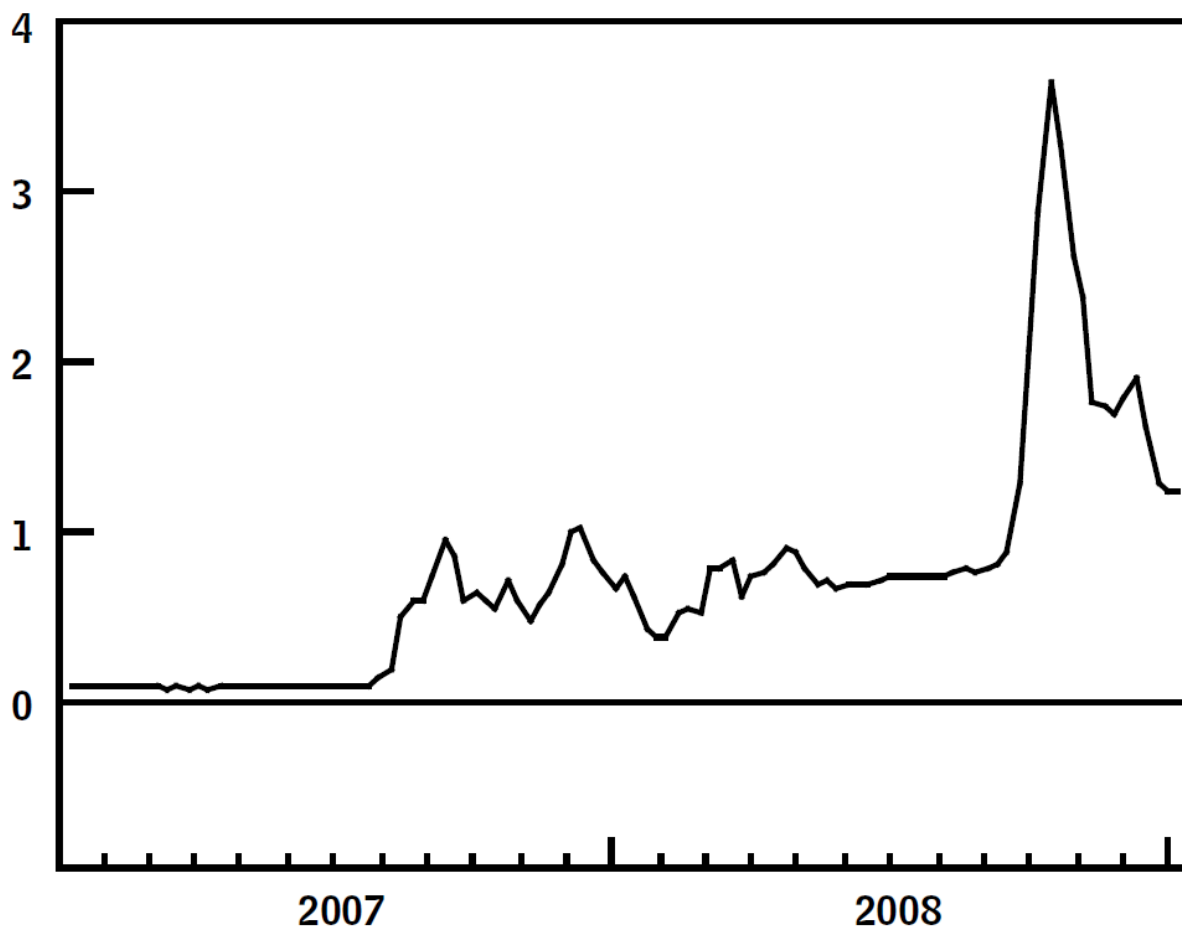
3 octobre 2008 : affolé à son tour par la chute de la bourse – qui préfigurait celle du PIB, donc la montée du chômage - le Congrès accepta finalement un plan amendé encore plus, accompagné de baisses d'impôts. De son côté, le gouvernement promit de durcir la législation du système bancaire pour éviter à l'avenir que des excès comme ceux des prêts subprime et des fonds adossés à ces prêts se reproduisent.

Dans tous les pays, et notamment en Europe, des grandes banques avaient investi dans des fonds désormais considérés comme à fort risque, donc quasi invendables, donc dévalués. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, **les banques commencèrent à restreindre les crédits qu'elles consentaient à l'économie** : dans le monde entier, les établissements financiers étaient tétanisés par une crise de confiance sans précédent. Les gouvernements entreprirent de garantir leurs emprunts et de les recapitaliser. Le graphique ci-dessous montre la perte de capitalisation boursière (c'est-à-dire de valeur de leurs actions en bourse) de 15 grandes banques entre le 2^{ème} trimestre 2007 et le 20/01/2009 :



Perte de capitalisation boursière de 15 grandes banques entre le 2^{ème} trimestre 2007 et le 20/01/2009 en milliards de dollars et pourcentage :
en bleu clair+foncé : capitalisation au 2^{ème} trimestre 2007
en bleu clair : capitalisation au 20/01/2009

En même temps que les banques perdaient des milliards dans la valeur des fonds toxiques dans lesquels elles avaient investi, leurs actionnaires perdaient leur capital et beaucoup d'épargnants qui avaient acheté des parts de ces fonds perdaient leur épargne. Et en même temps, des entreprises saines étaient privées des crédits à moyen terme indispensables à leurs investissements, et des crédits à court terme indispensables à leur fonctionnement quotidien ; et lorsque les banques leur consentaient un crédit, c'était à un taux dissuasif, comme le montre le graphique ci-dessous issu de [\[230\]](#) pour les crédits de trésorerie à court terme (commercial paper) :



Evolution de janvier 2007 à janvier 2009 du spread exigé par les banques américaines (en %) pour les crédits de trésorerie à court terme

Ce graphique montre l'évolution du spread [\[21\]](#) en % que doivent payer les entreprises à qui une banque américaine accorde un crédit de trésorerie. Ici, le spread est la différence de taux d'intérêt entre des prêts à 3 mois notés AA, adossés à des actifs d'entreprise, et des emprunts à 3 mois du Trésor américain.

6-7 octobre 2008 : la Réserve fédérale double le total de ses facilités de prêts d'urgence disponibles pour les banques, à **900 milliards de dollars**. Elle décide aussi de racheter les dettes à court terme de toutes les entreprises, financières ou non, se substituant ainsi en fait aux banques défaillantes. Les bourses ne remontent

pas pour autant, mais peut-être ces mesures ont-elles contribué à ce qu'elles ne plongent pas davantage ?

8 octobre 2008 : les banques centrales baissent ensemble leurs taux d'intérêt [184]. Pour faciliter les emprunts par toutes les entreprises encore désireuses d'emprunter (il n'y en avait plus beaucoup !) les banques centrales des Etats-Unis (la FED), de l'Union européenne (la BCE), du Royaume-Uni (Bank of England), du Canada et de Suède réduisent leur taux d'intérêt de référence d'un demi pour-cent, suivies par celles de la Suisse et de la Chine. Elles donnaient ainsi au marché financier et à l'économie mondiale un signal fort de leur volonté de ne pas laisser la crise s'installer.

Elles étaient obligées d'agir ensemble pour ne pas créer de distorsion de taux qui auraient favorisé des transferts spéculatifs de capitaux depuis des pays dont les banques ont baissé leurs taux vers des pays dont les taux sont restés inchangés. Les bourses réagirent mal, croyant cette mesure désespérée et inefficace (voir graphiques [ci-dessus](#)). Les banques continuèrent à se prêter l'argent entre elles à court terme, mais en exigeant désormais des taux d'intérêt 4 % au moins au-dessus des taux pour une durée comparable de leur banque centrale, taux effarants qui traduisaient leur manque de confiance dans « l'autre », qui du coup refusait en général d'emprunter.

Dans une crise de confiance il y a un effet d'entraînement : plus un agent économique voit que les autres agents comme lui ont perdu confiance, plus il perd lui-même confiance ; la perte de confiance se développe et s'auto-entretient comme une bulle spéculative.

13 octobre 2008 : A l'affût de toute nouvelle rassurante, la bourse de Wall Street bondit de 11 % (Dow Jones), suivie par celles de Francfort et de Paris stimulées par des mesures comparables d'injection de fonds et de garantie des gouvernements allemand et français. Au Royaume-Uni, le gouvernement nationalisa la Royal Bank of Scotland, Lloyds et HBOS après Northern Rock, devenant ainsi le premier banquier du pays, au détriment des actionnaires dont les actions furent diluées.

14 octobre 2008 : le Trésor américain décide d'investir (avec intérêts) jusqu'à 250 milliards de dollars (pris sur les 700 milliards accordés par le Congrès), moitié dans 9 grandes banques américaines, moitié dans de petites banques et caisses d'épargne. Il promet aussi de garantir toute dette nouvelle contractée par une banque pendant les 3 prochaines années. Cette mesure de recapitalisation est destinée à encourager les établissements financiers à prêter de nouveau aux autres banques et à l'économie.

En outre, l'agence fédérale de garantie des dépôts bancaires FDIC [185] décide de garantir désormais *sans limite* tous les dépôts bancaires qui ne rapportent pas d'intérêt, c'est-à-dire ceux des entreprises.

Par ses décisions de recapitalisation et de garantie du 14 octobre, **le Trésor américain utilisait l'argent accordé par le Congrès d'une manière différente de celle que celui-ci avait autorisée** ; le Secrétaire au Trésor affirma qu'il préférait cette nouvelle manière de sauver les banques (sans acheter d'actifs risqués) à celle que le Congrès avait adoptée. C'était du détournement de fonds publics, et comme certains

parlementaires applaudirent les nouvelles mesures, le Congrès ne vota rien pour s'y opposer ; il se contenta de demander que les banques aidées n'utilisent pas les fonds pour distribuer des dividendes, qu'elles restreignent la rétribution des managers et qu'elles financent les activités sûres plutôt que la spéculation !

Mais ces décisions ne résolvaient pas le problème des actifs à risque (dits « toxiques ») des banques ; *malgré l'injection massive de fonds, celles-ci ne prêtèrent guère davantage* : on était en plein « credit crunch » (compression du crédit).

Certaines banques utilisèrent les fonds publics de recapitalisation reçus pour se désendetter ; d'autres les gardèrent pour se rassurer face aux difficultés à venir ; d'autres encore pour racheter des concurrents en difficulté, avec la bénédiction du Trésor qui semblait vouloir favoriser la concentration du secteur bancaire... *Après avoir changé d'avis sur le rachat des actifs risqués au mépris de la volonté du Congrès, le Trésor finançait une concentration du secteur bancaire sans l'annoncer officiellement*, ce qui contribua à saper la confiance en lui que pouvaient encore avoir certains optimistes [\[186\]](#).

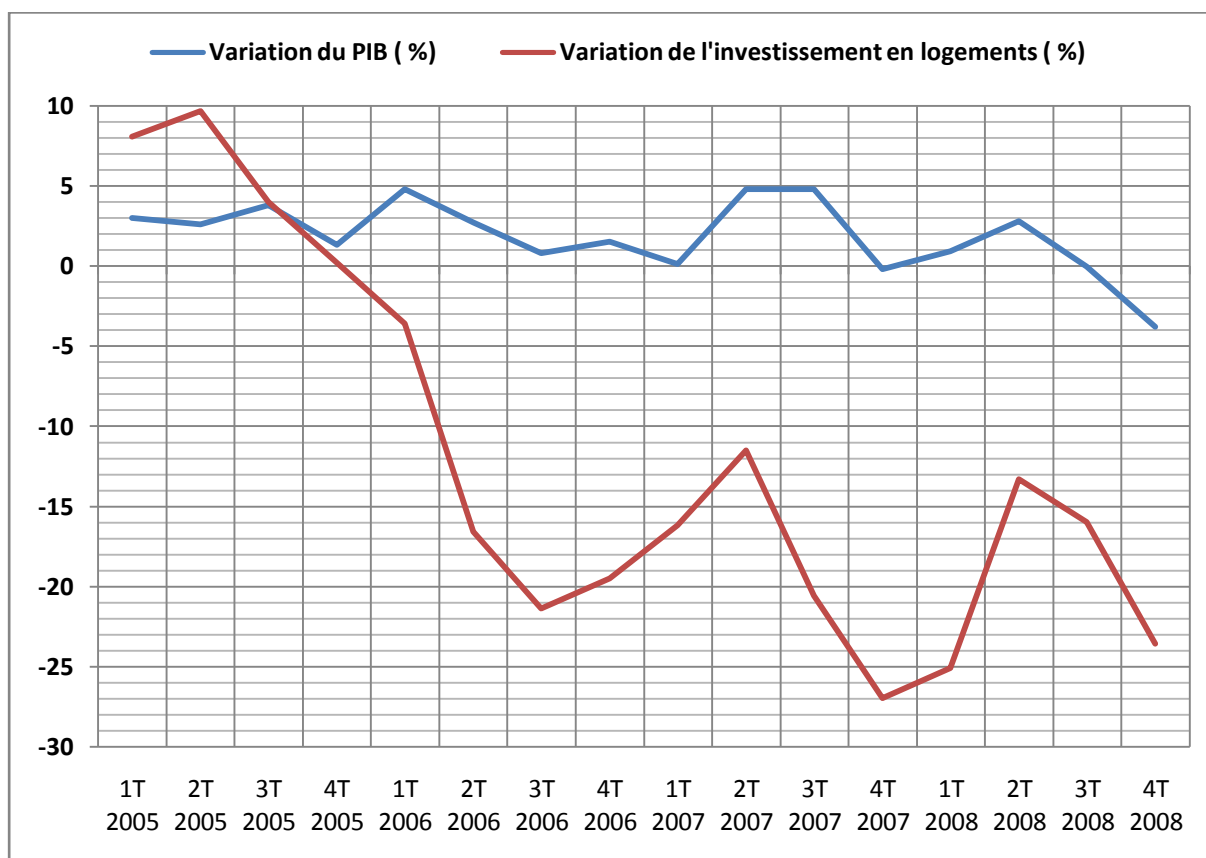
Chaque banque était victime d'une double asymétrie d'information : ayant à son actif des crédits dont elle ne connaissait pas le risque (1^{ère} asymétrie), elle avait peur de prendre encore plus de risques en accordant de nouveaux crédits à des clients dont elle ne connaissait pas assez bien la solidité (2^{ème} asymétrie). Les entreprises privées de crédits et de rééchelonnement de dettes étaient étranglées ; même les particuliers solvables ne pouvaient plus obtenir de crédit. Et lorsqu'elles ne refusaient pas carrément de prêter, les banques exigeaient des taux d'intérêt dissuasifs à titre d'assurance contre les défauts de remboursement.

Privé de crédits, le marché de l'immobilier s'effondra, suivi par celui de l'automobile et de la consommation en général. Les Américains qui jusque là dépensaient en s'endettant commencèrent à prendre peur et à épargner, consommant ainsi encore moins. C'est ainsi que la crise financière se propagea au reste de l'économie.

15 octobre 2008 : Le président de la FED, M. Ben Bernanke, admit que le sauvetage des banques ne suffira pas pour faire redémarrer l'économie et promet que la Réserve fédérale prendra des mesures pour empêcher qu'elle ne tombe en dépression. Arrivant en même temps que de mauvaises statistiques sur l'activité économique, sa déclaration affola les bourses du monde entier, qui plongèrent de concert, détruisant des milliards d'actifs supplémentaires.

La déclaration de M. Bernanke révéla une réalité que le monde, obnubilé jusque là par la crise financière et la campagne électorale, n'avait pas voulu voir : *l'économie américaine elle-même était en crise, après son système bancaire*. La consommation, son moteur principal, avait beaucoup baissé ; le secteur immobilier était en panne ; et le chômage avait augmenté de 760 000 chômeurs depuis début 2008, sans compter l'explosion du temps partiel ; enfin, le moral des consommateurs, si important dans leurs décisions d'achat, était en berne. Bien que la crise apparaisse moins grave que celle des années 1930, le redémarrage prendrait de longs, de très longs mois.

Le graphique ci-dessous, issu de [199], illustre l'entrée en récession de l'économie américaine et l'effondrement des investissements en logements qui l'a précédée :



Entrée en récession de l'économie US, chaque trimestre par rapport au précédent : variation du PIB et de l'investissement en logements en rythme annuel (%).

On voit que :

- L'effondrement de l'investissement en logements à partir de début 2006 a fini par entraîner le reste de l'économie.
- La relance de 168 milliards de dollars du 2^{ème} trimestre 2008 n'a produit d'effet que pendant quelques semaines. Elle a été en grande partie épargnée, comme le montre le graphique [que nous avons vu](#).

La certitude qu'une récession économique était en cours fit s'effondrer le cours du baril de pétrole, les acheteurs anticipant une baisse de la consommation mondiale (voir graphique [145]).

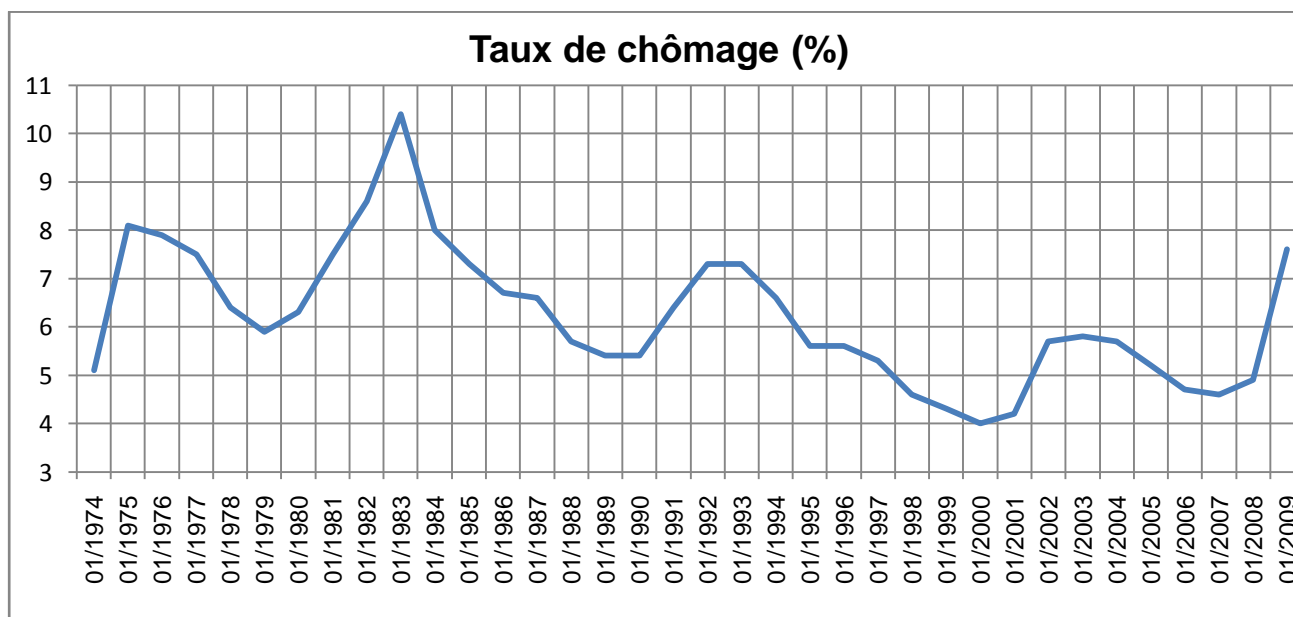
La volatilité des cours de bourse (fortes hausses imprévisibles suivies par de fortes baisses tout aussi imprévisibles) détourna les grands investisseurs des marchés d'actions ; ils se reportèrent massivement sur des obligations du gouvernement américain (et dans une moindre mesure, japonais), réputées dignes de confiance. Ils n'essayaient plus de gagner de l'argent, ils s'efforçaient de protéger celui qu'ils avaient en le mettant à l'abri. D'où certaines opérations à « taux d'intérêt négatif » que [nous avons déjà évoquées](#).

Exemples de volatilité, d'imprévisibilité : le 28/10/2008 l'indice Dow Jones s'envola de 11 %. Le lendemain, la Réserve fédérale abaissa le taux d'intérêt de ses prêts à 1 %, montrant ainsi à quel point elle redoutait l'extension de la récession. Quelques jours après, la BCE et la Banque d'Angleterre baissèrent aussi leurs taux, respectivement de 0.5 % et d'un énorme 1.5 %

Tous ces soubresauts des « grandes » devises (dollar, euro, livre sterling...) eurent pour conséquences des désastres pour les « petites » devises, comme celles du Danemark et de la Hongrie. En Islande, pays de 304 000 habitants dont l'économie, basée sur des services financiers, avait apporté un niveau de vie presque aussi élevé qu'aux Etats-Unis, le système bancaire entier s'effondra à l'automne 2007, la bourse fut fermée et le gouvernement démissionna le 26 janvier 2009.

7 février 2009 : Le chômage explose aux Etats-Unis selon [\[213\]](#)

Le nombre total d'emplois perdus par les Etats-Unis du fait de la récession entre décembre 2007 et fin janvier 2009 est de 3.6 millions, sur une population active de 155 millions de personnes, soit 2.3 % de cette population. A ce nombre croissant de chômeurs s'ajoute la croissance démographique de la population en âge de travailler, 1.7 millions de personnes pendant le même temps. Sur les derniers 13 mois, donc, l'économie américaine accuse déjà un déficit *supplémentaire* de $3.6 + 1.7 = 5.3$ millions d'emplois. Le taux de chômage atteint début février 2009 7.6 % de la population, comme le montre le graphique ci-dessous issu de [\[214\]](#).



Taux de chômage aux Etats-Unis de janvier 1974 à janvier 2009
(1^{er} choc pétrolier : fin 1973, 2^{ème} choc pétrolier : décembre 1978 à janvier 1981)

En comptant les travailleurs qui ont un emploi à temps partiel et cherchent un emploi à plein temps, on arrive à 21.7 millions de personnes.

Le plan Obama de relance de l'économie, présenté comme devant créer 3 à 4 millions d'emplois manque donc *déjà* d'ambition.

3. Comment sortir des crises financière et économique

Soutien au système bancaire - Relance de l'économie - Renforcement de la réglementation, etc.

3.1 Sortir de la crise financière

3.1.1 Remarques préliminaires

3.1.1.1 Sur la dénonciation de la rapacité des capitalistes et financiers

Il est de bon ton pour des politiciens populistes de dénoncer la recherche effrénée du profit qui a fait prendre des risques irresponsables aux acteurs de la bulle spéculative immobilière et aux banquiers, ou qui a permis à ces derniers de recevoir des récompenses financières même lorsque leurs résultats étaient mauvais. Ils jouent sur le besoin du public qu'on montre du doigt des coupables et sur la croyance, répandue mais injustifiée, que [le capitalisme peut être moralisé](#).

Le problème vient de la nature humaine : à part les très rares saints, tous les hommes recherchent à tout moment le profit maximum, c'est dans leur nature psychologique et cela ne changera pas. Les 46 millions d'épargnants français détenteurs de Livrets A voudraient tous bénéficier du maximum d'intérêts, ce sont tous des capitalistes. Si une société veut empêcher ou rendre obligatoires certains comportements, elle doit adopter démocratiquement des lois à cet effet et se doter d'institutions qui veillent à leur respect.

Tant qu'ils respectent les lois, il ne sert à rien de dénoncer la rapacité des financiers, due à leur nature d'hommes ; ceux qui la stigmatisent doivent être dénoncés comme les démagogues qu'ils sont. Un politicien honnête doit proposer des lois et des institutions pour empêcher les excès des financiers préjudiciables à la société, lois qui seront ensuite analysées par les parlementaires pour vérifier que leur application est souhaitable et possible.

3.1.1.2 Sur la transmission d'une crise bancaire à l'économie

Voici des citations extraites de [\[222\]](#).

"Les banques sont au cœur du financement des économies et lorsque leur situation financière ne leur permet plus d'assurer cette mission, la croissance est compromise. C'est la raison pour laquelle, dans tous les pays, des plans de soutien au secteur bancaire ont été mis en place. Ces plans engagent les finances publiques, mais le ralentissement de la croissance qui accompagnerait une paralysie du crédit serait potentiellement beaucoup plus coûteux.

*Le déficit de croissance dû à la crise bancaire résulte de plusieurs facteurs parfois concomitants : l'éclatement d'une bulle boursière ou immobilière met les banques en difficulté, mais réduit simultanément la richesse des autres agents économiques et pèse sur la consommation privée. C'est pourquoi il est difficile d'isoler exactement l'effet des crises bancaires. Dans le passé, et si on prend en compte l'ensemble des pays (y compris émergents) **les crises ont duré, en moyenne, entre trois et quatre ans, ont entraîné une charge, pour les finances***

publiques, de 13 % du PIB et un déficit cumulé de croissance, sur la même période, de près de 20 %."

"Le développement économique passe par la réalisation d'investissements productifs et la couverture d'un besoin en fonds de roulement lié à la constitution de stocks et à la longueur du processus de production. Le financement des activités productives via les crédits aux entreprises, ou de la consommation via les crédits aux ménages, est donc crucial."

"Un système bancaire en crise ne peut assumer correctement son activité d'intermédiation ; il y a arrêt des financements nouveaux, ce qu'on appelle un "credit crunch". Deux mécanismes peuvent jouer :

- *L'insuffisance de fonds propres des banques. Les règles prudentielles proportionnent les risques que peuvent prendre les banques à leurs fonds propres. En période de retournement économique et financier, des pertes peuvent apparaître qui réduisent le capital des banques ; cet effet peut être amplifié par des règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées en prix de marché. Parallèlement, les risques, souvent mesurés par référence à des notations d'agences régulièrement abaissées en période de crise, augmentent et requièrent plus de fonds propres.*
- *L'insuffisance de liquidité. Lorsque les marchés ne fonctionnent plus et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se financer, elles cessent de distribuer du crédit.*

Ces deux « canaux » sont susceptibles de se combiner et de se renforcer, notamment en cas d'accumulation de crédits douteux dans certains établissements qui met en question leur solvabilité ; des faillites bancaires sont alors envisageables, avec les effets de dominos associés. Tout le système se bloque, le financement de l'économie ne s'effectue plus."

Conclusion

Nous avons déjà vu, [ci-dessus](#), que le crédit est indispensable à l'économie : aucune reprise économique n'est possible sans un crédit à la fois abondant et à taux d'intérêt raisonnable ; nous venons de préciser le rôle des banques dans le financement de l'économie et la manière dont une crise bancaire devient crise économique. Pour combattre la crise économique et les malheurs qu'elle entraîne, chômage, baisse du niveau de vie et destruction d'épargne, il faut donc commencer par résoudre le problème du freinage du crédit par les banques possédant des actifs à risques.

3.1.1.3 Sur les finances publiques

Habituellement, déjà, les finances publiques sont en déficit : bien que l'économie soit saine, les dépenses budgétaires de l'Etat dépassent ses recettes. Mais en temps de crise économique, le PIB qui baisse diminue encore plus les rentrées fiscales : des recettes comme la TVA, l'impôt sur les sociétés ou l'impôt sur le revenu diminuent ; il faut en outre relancer l'économie et assister des entreprises et un plus grand nombre de chômeurs, ce qui accroît les dépenses. Pour pouvoir continuer à payer ses fonctionnaires, à fournir les services publics habituels et à entretenir les infrastructures et bâtiments publics, l'Etat doit emprunter et les générations suivantes devront rembourser avec intérêts. Compte tenu des dettes publiques actuelles (1284.8 milliards d'euros au 3^{ème} trimestre 2008 en France, selon [\[103\]](#)) et des

retraites dues aux fonctionnaires, la charge sera terrible et *le poids des dettes handicapera la croissance de l'économie et le niveau de vie pendant des décennies.*

3.1.2 Réduire à la source le nombre de défauts de paiement

La première possibilité consiste à aider le maximum de propriétaires emprunteurs à honorer leurs échéances, à la fois pour que les banques n'aient pas à constater un défaut de paiement et pour qu'eux-mêmes ne soient pas expulsés. Le gouvernement américain étudie donc une loi obligeant les banques à refinancer les prêts d'un certain nombre d'emprunteurs solvables moyennant un soutien financier du Trésor, pour diminuer les échéances de ces emprunteurs. En même temps, il étudie la possibilité d'incitations fiscales aux achats immobiliers à crédit, achats qui contribueraient à faire redémarrer ce secteur économique sinistré.

3.1.3 Recapitaliser les banques

Le total des prêts qu'une banque peut accorder étant limité par l'obligation de respecter le ratio de solvabilité Cooke [1], la première mesure prise par tous les gouvernements a été de recapitaliser les banques. En dehors de la France, cette recapitalisation n'a pas eu autant d'effet qu'escompté : les banques ayant toujours dans leur bilan des actifs toxiques (des fonds adossés au moins en partie à des prêts hypothécaires risquant d'être mal remboursés) étaient tétanisées de peur à l'idée d'accorder de nouveaux prêts ; et quand elles en accordaient un, elles demandaient des taux d'intérêt dissuasifs pour se protéger des risques de défaut de l'emprunteur. En outre certaines banques ont utilisé les capitaux reçus pour se désendetter.

En France, où l'exposition des banques aux fonds adossés à des prêts subprime était minime et les banques étaient toujours bénéficiaires, la dizaine de milliards d'euros apportés par le gouvernement a imposé des taux d'intérêt assez élevés pour que les banques soient *obligées* de les prêter, et même plusieurs fois compte tenu des refinancements. En outre, le gouvernement a créé (à l'occasion du sauvetage de Dexia) une société de recapitalisation des banques dont les fonds proviennent d'emprunts garantis par l'Etat français, la *Société de prises de participation de l'Etat* (SPPE), gérée par l'Agence France Trésor [137]. L'Etat en garantit 40 milliards d'euros et les fonds de recapitalisation pourront atteindre 360 milliards d'euros [194].

Le gouvernement russe a prévu de recapitaliser les banques et entreprises du pays à hauteur de 15 % de son PIB, soit plus de 200 milliards de dollars.

Nous verrons [plus bas](#) les mesures annoncées par le gouvernement des Etats-Unis.

3.1.4 Faire racheter les actifs toxiques par une "Bad Bank"

La deuxième possibilité consiste à aider les banques à nettoyer leur bilan : celles qui ont accumulé dans leur actif des fonds basés sur des crédits (prêts) dont certains risquent de ne pas être remboursés, ou de l'être seulement en partie, doivent s'en débarrasser en les refinançant, pour les raisons suivantes.

- Leur ratio de solvabilité Cooke [1] est mauvais tant qu'elles gardent ces crédits, et les règles prudentielles Cooke limitent le total des prêts qu'elles peuvent accorder. Tout crédit qu'une banque refinance (c'est-à-dire revend) peut être remplacé par un nouveau crédit ; donc pour accorder de nouveaux crédits à des

emprunteurs dignes de confiance, la banque doit se défaire d'anciens crédits à risques.

- Les banques se sont souvent endettées pour pouvoir accorder les crédits aujourd'hui considérés comme « toxiques » du fait des risques de défaut. Elles doivent honorer leur promesse de rembourser les prêts, et le faire aux dates convenues.

Elles doivent donc soit se procurer des liquidités, soit refinancer ces prêts, par exemple en les rééchelonnant. A part l'Etat, aucun investisseur privé n'a envie d'apporter des liquidités à une banque qui possède trop d'actifs risqués. Et pour obtenir un refinancement ou un rééchelonnement, une banque doit inspirer confiance, ce qui est difficile si trop de ses actifs sont toxiques. En outre, le manque de confiance se paie par des taux d'intérêt bien plus élevés.

Le besoin d'honorer leurs échéances de remboursement malgré un manque de liquidités peut devenir si pressant que certaines banques sont prêtes à accepter des pertes en revendant à prix cassé certains actifs toxiques, ou à accepter une prise de contrôle par l'Etat (nationalisation partielle ou totale) si celui-ci apporte des fonds.

3.1.4.1 "Bad Bank"

Le gouvernement des Etats-Unis a étudié la possibilité de créer une ou plusieurs "Bad Bank" (par exemple dans le cadre de l'agence de garantie des dépôts bancaires FDIC [\[185\]](#)), banque d'Etat chargée de racheter aux banques privées leurs actifs à risques, puis de les revendre au fur et à mesure des possibilités, éventuellement après les avoir quelque peu nettoyés.

Une telle solution a prouvé depuis longtemps son efficacité et son coût ; exemples :

- Aux Etats-Unis, à la fin des années 1980, elle a permis de sauver 747 caisses d'épargne spécialisées dans les prêts hypothécaires. *Ces caisses étaient en difficulté pour s'être lancées dans des activités financières nouvelles pour lesquelles elles n'avaient pas la compétence.* Ce sauvetage avait coûté 124 milliards de dollars aux contribuables américains [\[209\]](#).
- En France, le Consortium de réalisation (CDR) a été créé en 1993 pour racheter les actifs à pertes du Crédit Lyonnais au prix de 28 milliards d'euros environ, suite au *scandale de sa gestion calamiteuse par de hauts fonctionnaires*, et s'en défaire au plus tôt. Le coût pour les contribuables français de ce scandale de gestion d'une grande banque par de hauts fonctionnaires irresponsables se chiffre donc en dizaines de milliards d'euros.
- En Suisse, la Banque Nationale Suisse a décidé de racheter fin 2008 60 milliards de dollars d'actifs toxiques de la plus grande banque du pays, UBS. Elle financera cet achat par une émission d'obligations à court terme.

Chaque actif racheté peut être payé comptant ou à crédit, l'important pour une banque privée est qu'il sorte de son bilan.

Voyons donc comment on peut évaluer la valeur d'un actif composé de fonds communs de placement adossés à des prêts à risques.

3.1.4.2 Evaluation des actifs toxiques des banques

Si le Trésor français ou américain doit racheter à une banque un actif à risque, le premier problème vient de ce que cet actif est invendable (ou seulement à prix cassé) sur le marché, parce que la proportion de défauts des prêts sous-jacents est inconnue et difficile à évaluer. Invendable, il est impossible de chiffrer objectivement sa valeur, nécessairement inférieure à sa valeur faciale (valeur du fonds lors de sa mise sur le marché). Le problème est très grave, car pour le Trésor américain le total d'actifs à racheter toutes banques confondues peut représenter plus de 1000 milliards de dollars.

Nous avons vu [ci-dessus](#) les inconvénients théoriques d'une estimation trop basse ou trop haute de la valeur d'un fonds repris. Pour fixer les idées, voyons l'exemple chiffré cité par [\[206\]](#).

La grande agence de notation américaine Standard & Poor's (S&P, [\[208\]](#)) a analysé début 2009 la valeur d'un fonds adossé à des prêts hypothécaires.

- L'établissement de crédit propriétaire du fonds estime sa valeur à 97 % de sa valeur faciale, estimation basée sur l'espoir qu'il n'y aura que 3 % de défauts après déduction des intérêts rapportés par les remboursements honorés.

Il faut déplorer l'attitude générale d'opacité des banques, qui refusent de révéler des détails précis sur leurs actifs, accroissant ainsi la suspicion qui pèse sur eux. Il faudrait une loi obligeant les banques à révéler ces détails au gouvernement, pour qu'il puisse évaluer plus objectivement la valeur des actifs à racheter.

- S&P estime la valeur actuelle du fonds à 87 %, compte tenu du [taux de défauts effectivement constatés](#), valeur qui pourrait baisser jusqu'à 53 % si la proportion de défauts doublait.
- Mais même l'estimation de 53 % pourrait être optimiste, compte tenu du fait que les ventes récentes de titres de ce fonds se sont faites à 38 % de sa valeur faciale : leurs propriétaires étaient prêts à accepter une grosse perte pour s'en débarrasser et se procurer de l'argent, et les investisseurs n'étaient acheteurs qu'à condition d'être pratiquement certains de faire une bonne affaire.

Il est évident qu'à long terme (10 à 30 ans) l'incertitude sur tous les prêts à risques disparaîtra, chacun ayant été soit remboursé soit déclaré en défaut. Progressivement donc et quel que soit le prix de rachat, le coût ou le bénéfice pour les contribuables sera connu. Dans le cas du fonds de l'exemple ci-dessus, adossé à 9000 prêts hypothécaires, près du quart des prêts sont déjà en défaut début 2009, les pertes sur ces prêts représentant en moyenne 40 %. Et dire que *les agences de notation avaient au départ accordé à ce fonds la note AAA, l'estimant sans aucun risque !*

On peut se faire une idée de l'enjeu pour le Trésor et les contribuables des Etats-Unis en songeant qu'il s'agit d'une différence de $97\% - 38\% = 59\%$ sur des centaines de milliards de dollars. Les économistes estiment que le rachat des actifs toxiques coûtera plus que les 350 milliards de dollars restants des [700 votés par le Congrès le 18 septembre 2008](#) ; ils pensent que la somme nécessaire sera plus voisine de 1000 milliards de dollars, en plus des 787 milliards de dollars sur deux ans du plan de relance économique [\[236\]](#).

Autre enjeu pour un gouvernement soucieux d'obliger une banque à avoir une politique de crédit qui soutienne l'économie, au lieu d'agir dans le seul intérêt de ses actionnaires : participer à son conseil d'administration, voire même en prendre le contrôle par nationalisation.

L'enjeu pour les banques est tout aussi crucial : si elles n'obtiennent pas assez d'argent du Trésor pour leurs actifs toxiques, non seulement leurs actionnaires peuvent y laisser leur chemise, non seulement elles peuvent manquer d'argent pour rembourser leurs dettes, mais après ce nettoyage de leur bilan elles auraient trop peu de fonds propres pour prêter autant que par le passé – sans même parler de prêter assez pour que l'économie redémarre...

3.1.4.3 Coût pour les contribuables de l'aide aux banques et entreprises

A part les pays pétroliers, aucun pays n'a, dans son Trésor public, les milliards nécessaires pour recapitaliser les banques et entreprises, et pour financer la relance économique. Tous les pays recourent donc aux marchés financiers [\[23\]](#) internationaux de capitaux, où ils empruntent ce dont ils ont besoin, en général en émettant des obligations que les investisseurs achètent ; en France, par exemple, l'Agence France Trésor (AFT) [\[137\]](#) gère quotidiennement des emprunts obligataires pour le compte du gouvernement.

Coût des emprunts à 10 ans des divers Etats

Certains pays, dont la France et surtout l'Allemagne, ayant une réputation de bons payeurs, leurs emprunts sont faits à des taux d'intérêt bas. D'autres comme l'Espagne, qui inquiètent un peu plus les investisseurs, sont obligés d'offrir des taux d'intérêt plus élevés pour trouver preneur pour leurs obligations. L'emprunteur le plus apprécié est les Etats-Unis, qui offre début 2009 des taux d'intérêt compris entre 0 et 0.25 %. Le tableau ci-dessous donne, au début de 2009, le supplément de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne que divers pays de la zone euro doivent offrir pour emprunter à 10 ans :

Pays	Supplément de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne (emprunts d'Etat à 10 ans)
France	0.49 %
Espagne	1.10 %
Italie	1.24 %
Irlande	2.20 %
Grèce	2.42 %

Supplément de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne (emprunts d'Etat à 10 ans)

Modalités de financement des banques et entreprises par un Etat

Un gouvernement injecte de l'argent dans une banque ou une entreprise sous forme de participation au capital (par augmentation de capital ou achat d'actions), de subvention ou de prêt. En France, toutes les opérations de soutien financier des banques et entreprises effectuées du fait de la crise financière et économique de 2008 ont été des prêts, l'Etat exigeant un taux d'intérêt supérieur à celui qu'il a payé pour se procurer les fonds. Aucun financement de banque ou d'entreprise n'a donc coûté de l'argent aux contribuables français ; au contraire, il a rapporté la différence d'intérêts, sans compter l'intérêt économique pour le pays.

3.1.5 Garantir les actifs toxiques

La troisième possibilité consiste à garantir les actifs à risque d'une banque sans les lui racheter. L'approche est la suivante :

- La banque prend en charge un certain volume minimum de pertes P_{\min} , qui restent supportées par son bilan et ses actionnaires.
- Les pertes au-delà de P_{\min} sont partagées entre la banque, qui en prend par exemple 10 % à sa charge, et le Trésor qui *garantit le reste sans le racheter*.

Cette approche a été utilisée aux Etats-Unis pour sauver 300 milliards de dollars d'actifs de Citigroup et 120 milliards de dollars d'actifs de Bank of America. Elle a le mérite d'éviter l'évaluation des actifs à risques et leur reprise par une Bad Bank, mais l'inconvénient de laisser ces actifs dans le bilan des banques.

3.1.6 Faire racheter les actifs toxiques par des investisseurs privés

La quatrième possibilité (proposée début février 2009 par le gouvernement américain à son Congrès) consiste à persuader des investisseurs privés d'acheter les actifs toxiques, à un prix qui leur permet d'espérer une revente avec bénéfice et avec des garanties d'absence ou limitation de perte données par le gouvernement. Si le meilleur prix offert par des investisseurs à une banque conduisait à une perte si importante pour celle-ci que son capital serait insuffisant pour recommencer à prêter à l'économie, le gouvernement ferait l'appoint sous forme de prêt ou de prise de participation, ou aiderait financièrement une banque en meilleure santé à l'absorber. Aucun investisseur privé ne serait exclu à priori, même s'il s'agit de hedge funds [15], de fonds d'investissement privés ou de compagnies d'assurances.

Il y a un exemple de ce type de rachat d'actifs toxiques par un fonds d'investissement privé : fin juillet 2008, le fonds Lone Star a racheté pour 31 milliards de dollars de titres CDO [13] à la banque d'affaires Merrill Lynch pour 22 % de leur valeur faciale. (Perte énorme, sachant que ces titres avaient été notés AAA – la note maximum - lors de leur mise sur le marché !) Lone Star n'a payé comptant que le quart de son achat, à titre d'arrhes et de dédit, c'est-à-dire avec la possibilité (si les titres s'avèrent valoir encore moins sur le marché actuel que leur prix d'achat) de renoncer à cet achat en perdant le versement effectué [223].

3.1.6.1 Le plan annoncé aux Etats-Unis le 10/02/2009

Le secrétaire au Trésor (ministre des finances) américain a annoncé le 10/02/2009 (voir [231]) un plan de renflouement du système bancaire américain pouvant atteindre 2.5 trillions de dollars (2500 milliards de dollars, 20 % de plus que le PIB 2008 de la France à parité de pouvoir d'achat !). Mais, hélas, il n'en a dévoilé que les

grandes lignes, laissant suffisamment de détails importants dans l'ombre pour que la bourse s'inquiète et plonge de 4.6 %.

Le plan prévoit qu'à part 350 milliards de dollars venant des 700 milliards de dollars déjà votés et pas encore utilisés, le reste viendrait d'investisseurs privés et de la Réserve fédérale, *qui imprimerait autant de dollars papier qu'il faut, en profitant du statut de monnaie de réserve internationale du dollar* [18].

Le plan prévoit aussi la création d'une ou plusieurs Bad Bank(s), financées par des fonds provenant des contribuables et des investisseurs privés, qui rachèteraient les actifs à risques des banques à hauteur de 500 à 1000 milliards de dollars. Mais les détails sur ce plan fondamental manquent, notamment ceux concernant la méthode d'évaluation de ces actifs, dont nous avons vu le caractère problématique. D'après un document du Trésor, les investisseurs privés sont capables de les évaluer sans règle imposée par le gouvernement.

Le plan prévoit que le Trésor et la Réserve fédérale prêteront jusqu'à 1 trillion de dollars pour compenser la baisse de 1.2 trillion de dollars constatée en 2006-2008 pour la mise sur le marché de fonds adossés à des prêts à la consommation.

Le plan prévoit également d'affecter 50 milliards de dollars rapidement pour empêcher des saisies de logements. Mais comme il y a en ce moment près de *10 000 saisies par jour*, ce montant paraît insuffisant car il correspond à environ 50 jours de saisies.

Le plan prévoit, enfin, de recapitaliser les banques pour qu'elles puissent prêter tout en respectant le ratio de solvabilité Cooke [1]. Les banques ainsi aidées devront fortement limiter la distribution aux actionnaires ou aux managers de l'argent ainsi reçu du public.

Il est évident, vu la réaction de la bourse – qui préfigure celle des investisseurs dont on attend tant – que le gouvernement américain donnera des détails supplémentaires dans jours ou les semaines qui viennent.

3.1.7 Substitution des banques centrales aux banques frileuses

Bien que, depuis début février 2009, on constate que les banques recommencent à se prêter de l'argent entre elles, elles continuent à être frileuses lorsqu'il s'agit de prêter aux entreprises et aux particuliers : soit elles refusent de prêter, soit elles demandent un taux d'intérêt dissuasif.

Une solution *temporaire* à ce problème consiste à substituer les banques centrales qui en ont le pouvoir aux banques défailtantes, en leur demandant d'injecter directement de l'argent dans l'économie. La Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque d'Angleterre, par exemple, peuvent imprimer des billets et s'en servir pour racheter des obligations du Trésor ou même des actifs du secteur privé. Le problème est le risque d'inflation qui augmentera, d'ailleurs plus en Angleterre où la livre sterling est déjà dévaluée, qu'aux Etats-Unis.

En France, le gouvernement a créé Oséo [234] en regroupant l'ancienne Banque de développement des PME, la société d'assurance crédit Sofaris, l'Agence de

l'innovation industrielle et l'ancienne Anvar. Cette banque, qui finance les PME, a soutenu 73 000 entreprises en 2008.

3.1.8 Améliorer la supervision des intervenants des marchés financiers

Les dysfonctionnements des marchés financiers [23] qui ont abouti à la crise en 2007 auraient pu être évités si les Etats s'étaient donné les moyens de superviser correctement les intervenants des marchés financiers. Sans évoquer une « moralisation du capitalisme » comme le président Sarkozy, la Commission des finances de l'Assemblée nationale a fait le 05/11/2008 les suggestions suivantes [216] :

"Les activités financières sont trop souvent non régulées et inégalement supervisées. Les distorsions de réglementation et de pouvoirs des régulateurs et superviseurs doivent être corrigées, en établissant des règles communes de qualité. Ceci supposera :

- *d'améliorer encore le modèle de réglementation et de supervision européen, en vue d'une interprétation harmonieuse des règles ;*
- *de mettre au point une architecture européenne de supervision efficiente qui passe par le développement des comités dits de niveau 3 :*
 - *Comité européen de régulation des valeurs mobilières (CESR),*
 - *Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS),*
 - *et Comité européen des superviseurs des assurances et organismes de prévoyance (Ceiops) ;*
- *de définir de nouvelles règles prudentielles, en association avec les pays émergents pour une application globale harmonisée ;*
- *de s'attaquer résolument à l'investissement dans des entités ne respectant pas les règles : c'est le problème des entités établies dans les paradis fiscaux ;*
- *de progresser vers une coordination, au niveau mondial, des grands superviseurs et des gouvernements ;*
- *mais aussi de faire du FMI le garant de la « stabilité financière » mondiale, en permettant une gestion collective des déséquilibres monétaires mais aussi financiers, en alertant sur les dérives identifiées et en préconisant des mesures correctives."*

Tous les spécialistes sont d'accord pour préconiser que les hedge funds [15] soient mieux surveillés et plus transparents, et que les courtiers en prêts hypothécaires et instruments financiers [22] soient soumis à des règles et un contrôle plus stricts. Tous demandent à ce que les candidats emprunteurs soient obligatoirement avertis de leurs risques d'insolvabilité, et que ceux-ci soient vérifiés soigneusement.

Les Etats-Unis envisagent de mettre en place une réglementation des procédures contractuelles des CDS [14] et de leurs marchés, pour faire des CDS des instruments d'investissement plus sûrs.

Enfin, il est question de réglementer la rétribution des managers pour les empêcher de sacrifier l'intérêt à moyen-long terme de leur entreprise et de ses actionnaires au profit de résultats à court terme rentables pour leur propre bonus.

3.1.9 Bien superviser les agences de notation

Les agences de notation jouent un rôle important pour les investisseurs : elles utilisent leur compétence pour évaluer des instruments financiers [22] dans lesquels ils peuvent investir. Elles en évaluent les risques, le potentiel de profit et l'objectif de cours sur le marché. Et, lorsque c'est nécessaire, elles ajustent la note qu'elles ont attribuée à un instrument financier.

Il est important de mieux réguler et superviser ces agences. L'indépendance qu'elles affirment est douteuse, sachant que lorsqu'une banque d'investissement met un fonds sur le marché elle demande souvent conseil à une agence de notation pour en choisir les composants (le structurer) de manière à ce qu'il obtienne une bonne note, puis elle paie une ou plusieurs agences de notation pour l'évaluer.

3.1.10 Mettre en place une institution internationale de coordination financière et économique

La mondialisation de l'économie, si bénéfique parce qu'elle favorise les échanges, donc la concurrence et la productivité, est accompagnée par une mondialisation des marchés financiers [23]. Une entreprise ou un pays qui a besoin de crédit peut donc s'adresser à des investisseurs dans tous les pays, ce qui augmente ses chances de trouver des fonds, et de les trouver au meilleur prix car les investisseurs sont en concurrence ; de son côté, un investisseur peut choisir dans tout le monde entre de nombreux demandeurs de fonds, eux aussi en concurrence (détails : [217]).

Sachant cela, l'idée lancée par Mme Angela Merkel (la chancelière d'Allemagne) de créer une institution des Nations unies sur le modèle du Conseil de sécurité pour coordonner les règles économiques et financières mondiales et promouvoir la coopération entre Etats est à priori séduisante. Hélas, l'expérience a montré qu'il est extrêmement difficile d'obtenir un consensus d'un nombre suffisant de pays pour faire évoluer les Nations unies ; c'est ainsi que, malgré de nombreuses propositions et des années de discussion, on n'a pas encore réussi à faire évoluer la composition et la mission du Conseil de sécurité. Hélas aussi, les politiciens susceptibles de lancer une telle institution internationale sont responsables devant des électeurs nationaux, beaucoup plus enclins au chacun pour soi à courte vue qu'à une discipline internationale.

Une telle institution pourrait, par exemple, chercher des solutions à un problème de déséquilibre international qui laisse se créer une bulle susceptible d'exploser avec des conséquences dramatiques : le problème de déficit structurel de la balance de paiement des Etats-Unis et d'excédent structurel de pays asiatiques comme le Japon et la Chine, qui financent le déficit américain. Comment faire épargner davantage les Américains et moins les Asiatiques, faire dépenser moins les Américains et plus les Asiatiques ?

Cette institution pourrait aussi chercher, peut-être en collaboration avec le FMI (Fonds monétaire international [190]) et le PNUD (Programme des Nations unies pour le développement [219]), comment éviter que l'argent des investisseurs soit

tellement attiré par les Etats-Unis et l'Union européenne que les pays pauvres en sont privés, alors qu'ils en ont bien plus besoin pour sortir de la misère ? L'IIF prévoit ainsi qu'en 2009 le flux de capital privé vers les pays émergents sera limité à 165 milliards de dollars, 65 % de moins qu'en 2008 et 82 % de moins qu'en 2007 [\[218\]](#).

3.1.11 Mettre en place une surveillance des risques de crise

Le FMI propose un ensemble d'indicateurs de vulnérabilité [\[229\]](#) permettant d'évaluer en permanence les risques de déclenchement de crises :

- Les indicateurs de la dette extérieure et intérieure ;
- Les indicateurs d'adéquation des réserves ;
- Les indicateurs de solidité financière ;
- Les indicateurs du secteur des entreprises.

Le FMI et la Banque Mondiale ont lancé en 1999 une initiative destinées à approfondir les questions liées à la surveillance des secteurs financiers, le « Programme d'évaluation du secteur financier ». Il existe aussi des modèles de systèmes d'alerte précoce pour estimer les probabilités de crises financières.

Malgré tous ces systèmes, l'expérience a montré que l'on ne sait pas toujours prévoir les crises financières et/ou économiques grâce à l'expérience du passé, parce que *les anticipations que font les hommes en raisonnant sont très souvent irrationnelles*. C'est ainsi que la crise asiatique de 1997-1998 (Thaïlande, Corée du Sud, Indonésie, etc., dont le taux de change était surévalué et la dette extérieure importante) n'a fait l'objet d'aucun avertissement préalable :

- Ni de la part des organismes de Bretton Woods [\[18\]](#) (FMI, Banque Mondiale) ;
- Ni de la part des banques commerciales, qui ont continué à prêter aux pays qui allaient être victimes de la crise ;
- Ni de la part des économistes ;
- Ni de la part des agences de notation.

En outre, la surveillance la plus élémentaire est de type comptable : il faut mettre en place des mécanismes de contrôle comptable renforcé pour empêcher des scandales comme Enron, Worldcom, Parmalat ou Ahold, dont les falsifications comptables sont passées inaperçues.

3.2 Relancer l'économie

Même si un pays réussit à sortir de la crise financière, en ayant remis son système bancaire en état d'accorder tous les crédits dont l'économie a besoin, celle-ci ne repartira que si les particuliers, les entreprises et les collectivités locales se remettent à demander des crédits aux banques. [Nous avons vu](#) que cela exige une relance à la fois monétariste et keynésienne.

3.2.1 Politique de relance monétaire

Il n'y a pas grand-chose à dire de la partie monétariste de la relance. Chaque banque centrale :

- Abaisse ses taux d'intérêt aussi bas que possible (0 à 0.25 % dans le cas de la Réserve fédérale des Etats-Unis début 2009), sachant que le risque d'inflation est nul en période de récession grave ;
- Laisse croître la masse monétaire (l'argent disponible pour l'économie) autant que nécessaire pour l'attribution des crédits, sans forcément imprimer des billets.

Le seul pays qui puisse se permettre de faire tourner la planche à billets est les Etats-Unis, dont la devise est l'unique monnaie de réserve internationale [18]. Et la Réserve fédérale n'abuse pas de cette possibilité, pour ne pas saper la confiance internationale dans sa monnaie, confiance qui a permis jusqu'ici aux Etats-Unis de payer leurs énormes déficits dans leur propre monnaie, ce qu'aucun autre pays ne peut se permettre de faire sous peine d'inflation et d'une dévaluation de cette monnaie.

En fait, la banque centrale peut aussi mettre des liquidités en circulation en rachetant divers titres qui rapportent plus d'argent que les obligations à court terme, comme les titres à long terme du Trésor ou même d'entreprises. Les anciens détenteurs de ces titres se retrouvent avec de l'argent qu'ils doivent soit dépenser (peu probable), soit réinvestir.

3.2.2 Politique de relance keynésienne

Une relance keynésienne de l'économie (donc de l'emploi quelques mois après) doit agir sur une (ou de préférence plusieurs) des 4 composantes ci-dessous de la demande, de façon à ce que leur total augmente.

La consommation

Une relance par la consommation des ménages consiste pour l'Etat à emprunter de l'argent qu'il faudra rembourser ensuite avec intérêts, et à le distribuer aux citoyens. Les inconvénients de ce type de relance sont les suivants :

- L'argent distribué n'est pas nécessairement dépensé : les citoyens qui ont peur de l'avenir et ne sont pas dans la misère (la grande majorité, en France) risquent de l'utiliser pour se désendetter ou l'épargner, ce qui ne relance pas l'activité.
- S'ils dépensent l'argent reçu, comme ils savent que le cadeau fiscal ne durera pas, ils ne changent pas leurs habitudes de consommation, ils achètent quelque chose pour profiter de l'aubaine et c'est tout. L'économie n'est donc pas relancée de manière durable. [Nous avons vu cela pour la relance américaine du printemps 2008.](#)
- Des cadeaux fiscaux aux citoyens ne peuvent durer longtemps, sous peine de créer des déficits budgétaires incompatibles avec la limite de 3 % du PIB fixée avec sagesse par le traité de Maastricht. Cette limite est assouplie pendant la crise économique, mais elle sera nécessairement rétablie ensuite.

Donc les Français qui demandent que l'Etat augmente les salaires (ce qu'il ne peut faire qu'en partie, en jouant sur le SMIC et les traitements des fonctionnaires), ainsi que les retraites, se font des illusions : où prendrait-il

l'argent ? Un pays ne peut distribuer plus de richesse qu'il ne produit, sauf pendant une courte période, en empruntant. Et les entreprises, déjà durement atteintes par la crise qui fait baisser leurs ventes, n'ont pas les moyens d'augmenter leurs dépenses. Dommage que les politiciens français ne l'expliquent pas au journal télévisé de 20 heures.

Conclusion : une relance de l'économie par la consommation n'est possible que pendant quelques mois, le temps que la relance par les investissements commence à produire des effets.

L'investissement

Dans une économie, la demande provient aussi de l'investissement des particuliers, des entreprises, des collectivités locales et de l'Etat, investissement qui prépare l'avenir en rendant l'économie plus productive [\[19\]](#) et plus compétitive.

L'investissement a un *effet multiplicateur* mécanique : chaque euro ou dollar investi donne du travail à des entreprises qui ont des salariés. Ces entreprises et salariés dépenseront l'argent reçu en échange de leur travail, donnant ainsi du travail à d'autres entreprises et artisans. Au total, chaque euro ou dollar investi générera plus d'un euro ou un dollar d'activité, amorçant ainsi un cercle vertueux.

Le premier problème d'un investisseur, particulier ou entreprise, n'est pas de trouver de l'argent, c'est d'avoir foi en l'avenir ; la confiance est d'abord un problème psychologique. Un particulier doit être sûr, lorsqu'il emprunte pour acheter une maison ou une auto, qu'il aura de quoi payer les échéances, les frais d'utilisation, les assurances, etc. : nous savons cela depuis [Milton Friedman et le monétarisme](#).

La seule manière pour l'Etat de rétablir la confiance en cas de crise est de persuader les citoyens que son plan de relance marchera, c'est-à-dire qu'il est assez massif et durera assez longtemps. Les discours de politiciens au lancement du plan ne suffisent pas, les citoyens ne reprenant confiance que lorsqu'ils constatent que leurs propres perspectives sont bonnes et qu'autour d'eux les affaires marchent, avec des carnets de commande pleins.

Lors d'une relance par l'investissement, il faut de longs mois pour que les travaux financés démarrent, et en général bien plus d'un an pour que les investissements produisent des effets sur l'économie. La confiance demande donc des commandes aux entreprises qui leur donnent au moins un an de travail garanti.

Une entreprise qui a des commandes de l'Etat sous-traite souvent du travail, ou en crée dans d'autres entreprises chez qui elle commande des fournitures ou de l'équipement. Ces entreprises doivent pouvoir trouver du crédit abondant et bon marché, à la fois pour pouvoir travailler en attendant d'être payées et pour pouvoir elles-mêmes faire les investissements nécessaires : c'est une exigence vis-à-vis de la politique monétaire de la banque centrale à la base des crédits accordés par les banques. La banque centrale doit aussi s'engager sur le long terme à maintenir le crédit bon marché et abondant, pour que ceux qui veulent investir aient confiance.

De leur côté, les salariés des entreprises qui ont un carnet de commandes bien rempli prennent confiance en l'avenir : ils consomment et investissent, ce qui crée de l'activité.

Conclusion : une relance keynésienne doit donner la priorité aux investissements par l'Etat et les collectivités locales. Si ceux-ci sont assez massifs et donnent du travail pendant suffisamment longtemps (un an environ), l'économie a des chances de repartir.

Les dépenses budgétaires de l'Etat et des collectivités locales

Ces dépenses comprennent les investissements dont nous venons de parler. Mais comme il s'agit d'investissements exceptionnels, traduisant un volontarisme destiné à combattre la récession, nous les excluons des dépenses budgétaires suivantes.

L'Etat peut profiter de la crise pour réformer les transferts sociaux au profit d'une plus grande solidarité. Non seulement la crise atteint plus durement certains citoyens que d'autres, mais les résistances au changement sont plus faibles pendant une crise. Les pouvoirs publics peuvent ainsi augmenter les dépenses de Sécurité sociale et les retraites, diverses allocations et subventions. Ces dépenses supplémentaires, supportées par les budgets de l'Etat et des collectivités locales, peuvent être temporaires (un « coup de pouce » à la solidarité en temps de crise), donc compatibles avec du déficit budgétaire financé par des emprunts. Elles peuvent aussi devenir permanentes, à condition d'être financées par des impôts et taxes supplémentaires ; l'idéal, alors, est que ces impôts et taxes proviennent de recettes fiscales additionnelles dues à la croissance économique, faute de quoi l'Etat reprendrait à certains ce qu'il accorde à d'autres pour préserver l'équilibre de son budget.

Mais l'Etat doit veiller à ne pas décourager les investisseurs en changeant trop la répartition des bénéfices des entreprises au profit des salariés. Un investisseur qui se retrouve ainsi dépossédé de revenus de son capital sur lesquels il comptait du fait d'une loi qui vient de changer est échaudé : il perd confiance et investira désormais ailleurs qu'en France. Si ceci arrive fréquemment, les entreprises françaises seront privées de capital, ce qui handicapera leurs investissements, donc leur croissance et leur compétitivité. En outre, les investisseurs sont souvent de petits épargnants, qu'un transfert de bénéfices au profit des salariés prive de revenus pour la retraite, ce qui est inéquitable. C'est pourquoi la proposition faite par le président Sarkozy le 05/02/2009 de lancer un débat national sur la répartition des bénéfices des entreprises entre actionnaires, salariés et investissements est une bonne idée : après information et débat, les Français doivent choisir dans quel type de société ils veulent vivre.

Les exportations nettes

Les exportations nettes (exportations moins importations) sont une forme importante de la demande, donc de l'activité d'une économie. C'est parce qu'elle est le premier exportateur mondial (oui, devant les Etats-Unis, le Japon, la Chine, la France, etc.) que l'Allemagne a réussi à tirer son économie de la stagnation à partir de 2005. Les Allemands exportent des produits industriels à haute valeur ajoutée, dont la qualité justifie le prix.

La France, au contraire, a des exportations nettes négatives, son commerce extérieur est en fort déficit, et ce déficit s'accroît sans cesse comme le montre le graphique [\[212\]](#) issu de l'INSEE.

Il y a trois causes principales à ce problème :

- Par rapport à l'Allemagne le pays manque d'entreprises moyennes dynamiques ;
- La compétitivité des industries françaises souffre de salaires et charges trop élevés, ainsi que du trop faible nombre d'heures de travail des salariés français, un des plus faibles du monde (du fait des « 35 heures » et des concessions incessantes aux syndicats) ;
- Les entreprises françaises ont souvent du mal à trouver les crédits à l'exportation nécessaires du fait de la frilosité des banques.

C'est pourquoi la proposition faite par le président Sarkozy le 05/02/2009 de supprimer la taxe professionnelle (impôt sur les immobilisations - investissements en matériel et locaux professionnels - qui les pénalise et n'existe qu'en France) est une excellente idée, si on trouve un moyen de la compenser pour les collectivités locales qui en ont besoin [\[211\]](#).

3.2.2.1 Le calcul du Congressional Budget Office (CBO) de janvier 2009

Dans son document [\[230\]](#), le très officiel et respecté CBO prévoit que pendant les deux années qui viennent, la production de richesses (le PIB) des Etats-Unis pourrait descendre 6.8 % en dessous de son potentiel, ce qui correspond à la perte d'une production de 2100 milliards de dollars. Le CBO définit l'objectif d'un plan de relance comme « une stimulation de la demande totale (aggregate demand) à court terme destinée à relancer l'activité économique », c'est-à-dire une stimulation keynésienne.

Or le plan de relance économique du gouvernement Obama représente 787 milliards de dollars sur deux ans [\[236\]](#), montant très inférieur à 2100 milliards. Il est vrai qu'une injection de fonds dans des secteurs d'activité bien choisis a un effet multiplicateur de l'ordre de 1.5 d'après les économistes américains. Mais, hélas, la partie dépenses budgétaires du plan de relance à laquelle s'applique le coefficient multiplicateur ne représente que deux tiers des 787 milliards de dollars, le reste étant des réductions d'impôts dont une partie sera épargnée ou servira à rembourser des dettes des ménages et entreprises bénéficiaires.

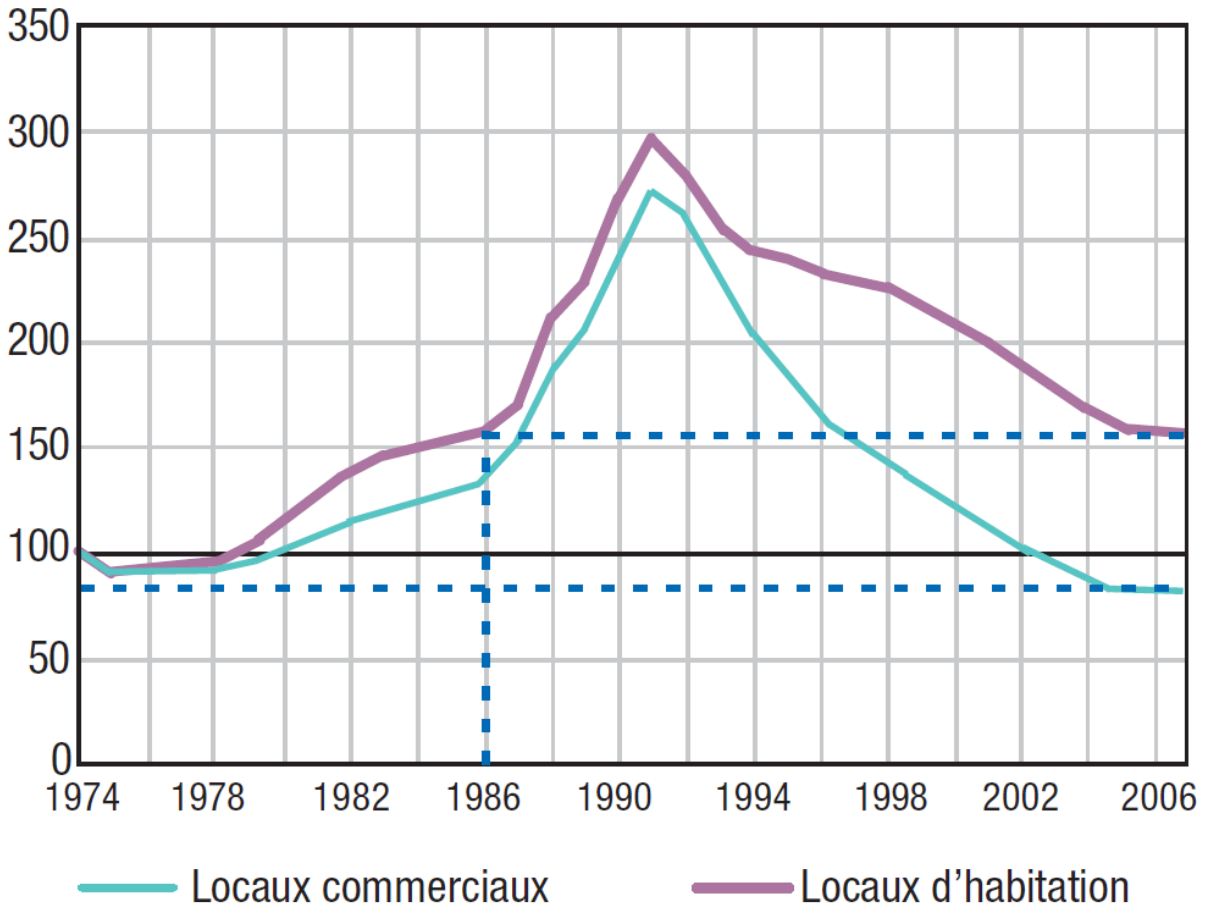
Conclusion : le plan de relance du gouvernement Obama n'apporte qu'environ la moitié des fonds de relance nécessaires pour que l'économie américaine reparte. La méthode de calcul ci-dessus confirme celle que j'ai présentée [plus haut](#) à propos de la relance keynésienne d'une économie en crise.

3.2.2.2 L'exemple du Japon

Source : [\[222\]](#)

Le Japon souffre, depuis 1992, de l'éclatement en 1991 d'une bulle immobilière, éclatement qui a fait plonger son économie en récession. Le graphique ci-dessous illustre l'éclatement de la bulle immobilière.

(Index 1974 = 100)

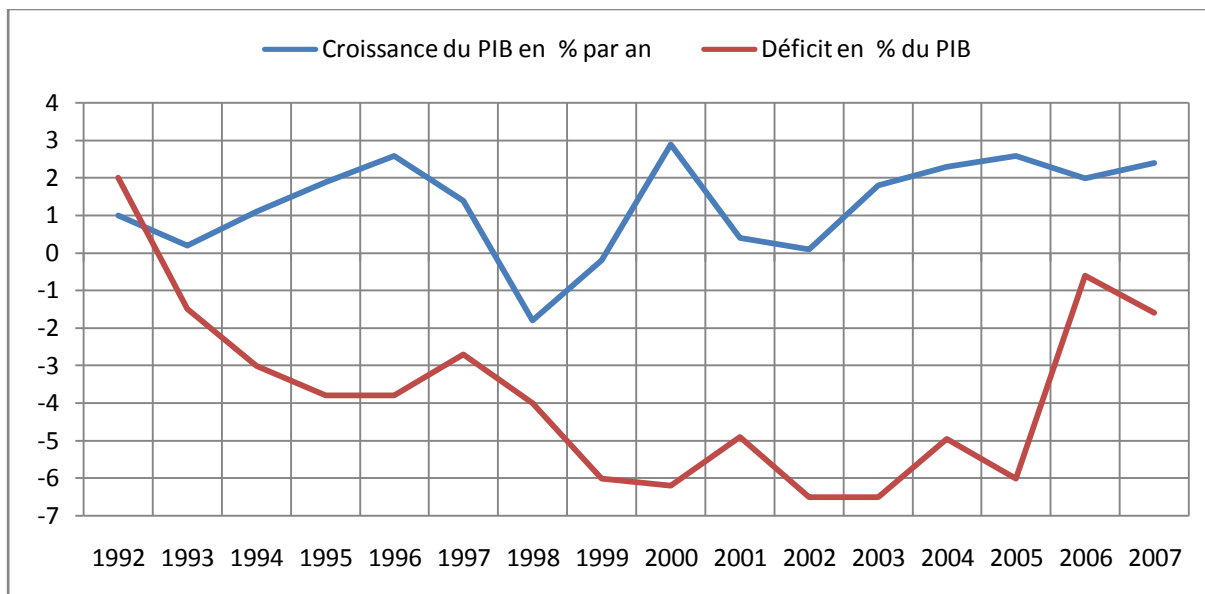


Source : MLIT

**Evolution relative des prix de l'immobilier au Japon de 1974 à 2006 :
on voit la création d'une bulle spéculative et son éclatement en 1991**

De 1986 à 1991, les prix de l'immobilier ont augmenté de 87 %. Mais de 1985 à 1989, la capitalisation boursière de Tokyo est passée de 60 % à 150 % du PIB, illustrant une autre bulle colossale, boursière celle-là.

C'est la politique monétaire de la BOJ (Banque du Japon) qui est la première responsable des bulles financière et immobilière dont l'éclatement a amené la crise : au départ trop permissive, elle a encouragé les investissements peu judicieux en actions comme en immeubles, et nourri l'inflation. Cette politique trop laxiste a été suivie d'une politique trop restrictive, qui a provoqué l'éclatement des bulles, déprimé l'économie, puis généré la déflation car la baisse des taux d'intérêt pour sortir de la crise a été trop tardive. Voici selon [\[222\]](#) et [\[224\]](#) l'évolution de la croissance du PIB du Japon et de son déficit budgétaire :



Japon : évolution de la croissance et du déficit de 1992 à 2007

De 1992 à 1999, 9 plans de relance budgétaires ont été mis en œuvre sans autre effet notable que de détériorer très sensiblement les comptes publics, ce qui a précipité une nouvelle récession en 1998 lorsque l'État a cherché à rétablir ses comptes par une hausse de la fiscalité.

C'est ainsi que, de 1992 à 2002, la croissance moyenne au Japon a été de 0.86 % par an *malgré un déficit budgétaire moyen de 4.2 %*, alors qu'elle avait atteint 3.8 % de 1982 à 1992 et qu'elle est remontée à 2.2 % de 2003 à 2007.

Pour sortir de la récession, le Japon a fait d'énormes investissements en infrastructure routière. Si énormes, en fait, que selon [\[169\]](#) sa dette nationale représentait en 2007 170.6 % de son PIB de 4800 milliards de dollars (environ 1/3 du PIB des Etats-Unis). Enormes, mais insuffisants pour relancer correctement son économie, dont la croissance n'a plus été significative depuis 1992.

Voici les conclusions que l'on peut tirer de l'échec relatif de la relance japonaise.

- Les investissements en infrastructure de transports sont bénéfiques pour relancer une économie en crise, *à condition d'être massifs et de durer suffisamment longtemps pour que l'économie redémarre*. Le Japon fit l'erreur de cesser trop tôt ses investissements massifs et dut les reprendre par la suite.
- Les investissements en routes, ponts, aéroports, assainissements, bâtiments publics, etc. *doivent être utiles* : le Japon a construit beaucoup de ponts et de routes « qui ne mènent nulle part », ou qui sont surdimensionnés par rapport au trafic prévisible. S'ils sont inutiles, ces investissements équivalent à une relance keynésienne par la consommation, qui fait vivre des ouvriers tant qu'elle dure, aux frais des générations suivantes et sans apporter grand chose à l'économie.

Il apparaît, notamment, que des investissements en formation, en recherche-développement et en services aux personnes (santé, aides à domicile,

meilleures retraites) sont plus rentables à moyen-long terme que des investissements qui font surtout travailler de la main d'œuvre peu qualifiée.

- L'économie japonaise finit par repartir, parce qu'aux investissements en infrastructure on ajouta un nettoyage coûteux du bilan des banques, truffé de créances insolvables, et parce que les exportations tirèrent le reste de l'économie. Mais la croissance resta modeste : d'après l'OCDE, la croissance moyenne (inflation déduite) fut de 1.2 % par an entre 1997 et 2007, et ne repartit qu'en 2006-2007, avec respectivement 2.4 % et 2.1 %. Rappelons que, dans un pays évolué, la productivité croissant toujours d'au moins 1.2 % par an, le PIB devrait croître au moins autant pour un même nombre d'heures travaillées, sans compter l'inflation.
- Une comparaison des investissements de relance japonais passés, et des investissements prévus aux Etats-Unis (compte tenu de la différence de taille des deux économies) suggère qu'un plan de relance américain de moins de 1000 milliards de dollars est insuffisant.

3.2.2.3 Les recommandations du Fonds monétaire international

Dans l'important texte du 28/12/2008 [\[221\]](#), le FMI fait les recommandations suivantes.

- Une relance keynésienne devrait injecter environ 2 % du PIB mondial.
La relance prévue par le gouvernement français au début février 2009, moins de 15 milliards d'euros c'est-à-dire 0.9 % du PIB, doit donc être considérée comme bien trop timide d'après les critères des spécialistes du FMI. Elle l'est aussi en comparaison de la proportion du PIB retenue aux Etats-Unis (3 % pendant chacune des 2 premières années) et d'après le raisonnement que nous faisons [plus bas](#).
- Chaque pays profitant des injections budgétaires des pays avec qui il commerce, du fait des exportations, il faut que les pays coordonnent leurs politiques de relance budgétaires, en les synchronisant et en leur donnant une proportion comparable du PIB.
(C'est évident, mais le nationalisme des dirigeants des divers pays, dû au fait que les élections sont nationales, rend les négociations très difficiles. Et l'incapacité des institutions européennes d'imposer une coordination aux Etats membres n'arrange rien.)
- Chaque dollar ou euro injecté dans un secteur économique a un impact caractérisé par un coefficient multiplicateur. Dans certains secteurs, l'injection d'argent public est plus « rentable » que dans d'autres, son effet multiplicateur est plus grand.

Le FMI estime que, dans la crise actuelle :

- Les dépenses budgétaires et (en les ciblant bien) les réductions d'impôts et les transferts sociaux sont les secteurs de plus grande rentabilité ;
A cet égard, il est important que les budgets de fonctionnement et d'investissement des collectivités locales puissent être soutenus par l'Etat. Il faut aussi que toutes les réparations de bâtiments publics, de routes, ponts, voies ferrées, etc. soient accélérées : elles seront forcément rentables.

- Les réductions générales d'impôts et les subventions, pour les particuliers ou les entreprises, ont une moindre rentabilité.
- Il faut éviter d'accorder des augmentations aux fonctionnaires et assimilés, car le coefficient multiplicateur de telles dépenses est faible et ces augmentations sont irréversibles. (On appréciera le sel de cette recommandation en songeant que le Directeur général du FMI est M. Dominique Strauss-Kahn, socialiste français...)
- Les réductions d'impôts et les chèques aux contribuables doivent aller en priorité à ceux qui ont du mal à obtenir des crédits : chômeurs, etc. Il faut aussi aider ceux qui ont du mal à honorer leurs échéances de remboursement de prêts.
- Pour rétablir la confiance des particuliers et des entreprises, il faut absolument que les gouvernements les persuadent qu'ils poursuivront leur politique d'injection de fonds le temps qu'il faudra.

3.3 Comment financer l'injection d'argent dans les économies ?

3.3.1 Il y a assez d'argent pour relancer les économies qui en ont besoin

Il faut bien comprendre, d'abord, qu'il y a suffisamment d'argent chez les investisseurs des divers pays pour financer l'injection de liquidités nécessaire pour relancer toutes les économies qui en ont besoin. D'après le FMI [226], le PIB mondial est estimé à 62 141 milliards de dollars, dont il faut soustraire le PIB des pays qui n'ont pas besoin de relance économique (les pays pétroliers autres que la Russie, par exemple). Prenons comme ordre de grandeur du PIB total des pays à redynamiser 60 000 milliards de dollars.

Selon l'estimation du FMI [ci-dessus](#), il faut injecter 2 % du PIB mondial, soit 1200 milliards de dollars. A eux seuls, les Etats-Unis vont injecter dans leur économie environ 700 milliards de dollars pour recapitaliser les banques, et 787 milliards de dollars pour relancer leur économie (PIB 2008 : 14 300 milliards de dollars), soit au total 1500 milliards de dollars, davantage que l'estimation mondiale du FMI.

Selon [227], au 28/01/2009, les investisseurs privés et institutionnels avaient, dans leurs seuls comptes de titres *monétaires* (obligations, etc.) à la bourse de New York (donc indépendamment de toute action) 3900 milliards de dollars (600 milliards de dollars de plus qu'un an auparavant), malgré des taux d'intérêt sur les obligations du Trésor américain extrêmement faibles. Ces fonds sont investis dans des titres monétaires négociables en bourse, mais la Réserve fédérale peut les racheter quand elle veut en les payant en espèces qu'elle imprimerait exprès (elle seule peut faire cela, car le dollar est la seule monnaie de réserve [18]). Détenteurs d'espèces, les investisseurs chercheraient aussitôt à les replacer.

Il suffit qu'ils trouvent un rendement acceptable, compte tenu des taux de la FED du moment, ainsi qu'une garantie de remboursement crédible pour qu'ils prêtent leurs fonds : il y a donc assez d'argent disponible à la seule bourse de New York pour financer la relance économique de toute la planète, sans compter les disponibilités des autres bourses (dont la grande bourse de Tokyo).

Pour fixer les idées sur les capitaux investis en titres, la capitalisation boursière de la seule bourse de New York (4 fois supérieure, il est vrai, à celle de la seconde bourse du monde) était en 2006 de 25 000 milliards de dollars [\[228\]](#).

3.3.2 Assez d'argent, mais pas assez d'emprunteurs sans risque

Nous venons de voir qu'il y a assez d'argent dans le monde pour relancer toutes les économies. Mais un investisseur ne prête pas (en fait ne prête *plus*, depuis la crise des prêts hypothécaires) à n'importe qui, il ne prête qu'aux emprunteurs dont la solvabilité est certaine, comme le Trésor des Etats-Unis ou celui de l'Allemagne. Certains pays, pourtant membres de la zone euro comme l'Irlande et la Grèce, étant réputés moins sûrs, doivent payer au moins 2.2 à 2.4 % de plus à titre de prime de risque, [nous l'avons vu](#). Et beaucoup de pays, notamment des pays pauvres, ne trouveront pas d'argent.

Il y a donc une concurrence entre pays pour le financement de la relance : les pays riches, dont la croissance ou au moins le respect des engagements sont tenus pour certains, trouvent des financements abondants à un taux intéressant ; d'autres pays doivent payer une prime de risque de plusieurs pour-cent, et d'autres encore ne trouvent pas de financement. Cette concurrence rappelle celle pour le pétrole, lorsqu'il est rare et cher : les économies riches peuvent se permettre de l'acheter, les économies pauvres le trouvent hors de prix et le réservent à de rares transports indispensables.

A terme, la confiance dans le dollar peut diminuer si les Etats-Unis continuent à financer des déficits budgétaires ou commerciaux massifs, ou s'ils font trop marcher la planche à billets ; ils risquent d'être considérés comme surendettés – donc présentant un risque, de voir adopter une autre devise comme monnaie de réserve [\[18\]](#) à côté du dollar, de voir le taux de change de celui-ci baisser, et d'être obligés de payer des taux d'intérêt plus élevés lorsqu'ils empruntent.

De son côté, la livre sterling a vu son cours s'effondrer par rapport aux autres devises en quelques mois, depuis fin 2008, par le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande : il y avait beaucoup d'offres de livres pour acheter d'autres devises, et peu de demandes d'achat de livres.

Il faut donc, dès que les plans de relance financière et économique américains sont adoptés, que le gouvernement des Etats-Unis rassure la communauté internationale en présentant un plan de remboursement progressif des trillions de dollars de la dette des Etats-Unis.

4. Conclusions philosophiques

Contrairement au comportement de la nature, dont les lois physiques déterministes (au sens étendu du livre [\[161\]](#)) conduisent à des évolutions prévisibles chaque fois qu'une situation initiale est relativement simple, *les décisions humaines sont en général imprévisibles.*

De ce fait, les modèles mathématiques de prévision, même probabiliste, des décisions des acteurs des marchés financiers sont en général peu fiables.

Pire même, les crises financière et économique actuelles montrent que les hypothèses fondamentales de l'économie, basées sur la rationalité des agents économiques, sont très souvent fausses.

4.1 Limites du déterminisme de la nature et de la pensée

Ce sujet a été étudié en détail dans mon livre [\[161\]](#).

Le déterminisme de la nature (sans exception au niveau des lois physiques, sous réserve parfois de prise en compte de probabilités et de limites de précision) rend illusoire le libre arbitre de l'homme, soumis à la tyrannie des désirs issus de son subconscient. L'homme est capable de pensée rationnelle, bien sûr, mais il ne dirige sa pensée qu'en fonction de valeurs dont il n'est pas maître. Le livre explique cela en détail, et comment il en résulte souvent une imprévisibilité des pensées et des actions humaines.

Comportement déterministe de la nature et prédictibilité de ses évolutions

Lorsqu'elle applique son déterminisme à des phénomènes et des lois, la nature n'a pas de finalité ; elle ne se fixe pas d'objectif et ne réfléchit pas.

Dans la nature, toute évolution est gouvernée par des lois physiques qui ne laissent au hasard qu'une place limitée à l'ensemble parfaitement prévisible des solutions d'un système d'équations, parmi lesquelles un choix est fait au hasard. Le hasard n'y intervient donc pas dans *la valeur numérique* d'une variable-solution, mais seulement dans *le choix* de cette valeur parmi l'ensemble déterministe des solutions possibles d'un système. Du reste, une valeur aléatoire conduirait en général au viol de lois physiques de conservation, comme la conservation de l'énergie ou le respect d'une symétrie. Bref, *la nature ne fait jamais n'importe quoi* ; et même lorsqu'elle refuse d'accorder à un de nos résultats l'unicité ou la précision qui satisferaient notre désir de simplicité, elle obéit toujours strictement à des lois déterministes stables qui rendent toute évolution prévisible dans le cadre de ces lois.

Comportement imprévisible de l'homme

La pensée d'un homme résulte de phénomènes chimiques et électriques au niveau de ses neurones, phénomènes physiques naturels - donc déterministes au sens étendu décrit dans le livre. Mais la complexité des mécanismes psychiques et la variabilité du contexte pris en compte par l'homme rendent sa pensée généralement imprévisible lorsqu'elle ne s'applique pas à des problèmes simples et strictement logiques. Le livre explique comment *l'action simultanée de nombreux phénomènes déterministes conduit le plus souvent à des résultats imprévisibles*, et pourquoi *le caractère déterministe d'un phénomène n'entraîne pas la prédictibilité de son résultat.*

L'homme réfléchit d'une manière imparfaite en interprétant les faits, en les jugeant par rapport à ses valeurs, et en prévoyant leur évolution qu'il soumet aussi à son jugement de valeur ; sa réflexion est contrainte par des biais psychologiques : culture, idéologie, posture, etc. Dès qu'il interprète des faits qui le concernent, l'homme manque d'objectivité. Après réflexion l'homme agit, intervenant de ce fait dans l'évolution du contexte dans lequel il vit. Il interprète alors cette évolution constatée par rapport à ses objectifs et valeurs, et réagit en conséquence. Sa réflexion étant en général irrationnelle au moins en partie, et omettant de prendre en compte tout ce que l'homme ne sait pas (ou ne veut pas savoir !), ses décisions sont souvent imprévisibles – sinon en grandes lignes. *Son comportement en tant qu'intervenant sur un marché financier est donc le plus souvent imprévisible au niveau de précision indispensable à une anticipation rationnelle à finalité décisionnelle.*

Indifférence de la nature, implication de l'homme dans l'évolution

Alors que la nature applique ses lois déterministes sans réfléchir, en fonction du seul présent, [l'homme réfléchit pour essayer d'anticiper l'évolution d'une situation](#), puis agit en fonction de cette réflexion de manière souvent non déterministe, imprévisible et irrationnelle : *l'avenir qu'il crée dépend de celui qu'il prévoit*, de manière souvent incorrecte.

Exemple : si quelques spéculateurs prévoient qu'un titre va monter, ils en achètent, ce qui le fait monter davantage et incite d'autres spéculateurs à en acheter aussi. La prédiction de hausse du titre devient auto-réalisatrice : *il se crée une bulle spéculative*, nous l'avons vu [plus haut](#). Le phénomène se poursuivant, la valeur économique représentée par le titre devient de plus en plus faible par rapport à sa valeur boursière. Une [agence de notation](#) s'en aperçoit, publie un communiqué prévoyant un effondrement du titre et suggérant aux porteurs de « prendre leur bénéfice », et le cours du titre commence aussitôt à s'effondrer encore plus vite qu'il est monté.

A un instant donné, la connaissance de la valeur d'un titre nécessaire à un investisseur pour décider d'en acheter d'autres, de garder ceux qu'il possède ou de les vendre comprend donc une hypothèse sur l'évolution de son cours : la « situation actuelle » comprend une anticipation de son évolution, et la décision prise – donc l'évolution résultante - en dépendront aussi.

Les évolutions naturelles sont soumises aux lois physiques, indépendantes de la pensée humaine et des désirs humains, et cette indépendance permet à l'homme de les comprendre et de les modéliser correctement. Acteur d'une société humaine dont il fait partie, l'homme ne dispose pas de références indépendantes de lui-même pour comprendre et modéliser les lois d'évolution de phénomènes de cette société. Au contraire, il juge les situations, participe aux évolutions en fonction de ses jugements et réagit pour tenter d'orienter l'avenir.

En physique, le résultat d'une loi d'évolution ne dépend que de la situation de départ. La nature ne juge pas ce résultat et ne tente pas de l'infléchir en fonction d'un objectif. Au contraire, au niveau individuel comme à celui d'un groupe, l'homme oriente et réoriente sans cesse l'évolution d'une situation en fonction de ses objectifs et valeurs. *Toute tentative d'appliquer à une activité humaine, dans le cadre de la*

société, une loi d'évolution de type « loi naturelle » qui affirme que le résultat ne dépend que de la situation de départ est vouée à l'échec, car l'homme est intervenu, au départ comme à l'arrivée, avec ses interprétations erronées et ses jugements en partie irrationnels.

C'est ainsi, par exemple, que [l'hypothèse traditionnelle « d'atomicité » de l'économie de marché](#) « l'action d'un seul agent économique [9] ne perturbe pas le marché, infiniment grand par rapport à lui » est de plus en plus fausse au fur et à mesure que la mondialisation et son réseau Internet améliorent l'accès aux informations, la communication entre agents et la possibilité d'un agent d'agir sur n'importe quel marché et de faire connaître ses opinions. Une déclaration pessimiste d'une seule personnalité ou une vente surprise de titres par un financier connu suffisent parfois à déclencher une panique boursière.

4.2 Incapacité des modèles à prendre en compte l'irrationnel

Si on peut parfaitement faire des modèles statistiques décrivant le comportement *passé* de l'homme, en tant que personne ou agent économique, il est impossible de créer un modèle mathématique fiable prévoyant les décisions humaines, aucun modèle ne pouvant prendre en compte leur irrationalité - ou plus généralement l'instabilité des lois de comportement. Les mathématiques sont utiles et même indispensables en matière de statistiques modélisant *à posteriori* des comportements humains, mais pas *pour prévoir* ceux-ci, car *les comportements futurs ne ressemblent pas nécessairement aux comportements passés*. Nous avons eu des exemples édifiants de cette incapacité avant et pendant la crise financière de 2007-2008 : les modèles utilisés par les traders pour prévoir le comportement sur les marchés financiers [23] d'autres traders ont complètement échoué et conduit à des anticipations fausses et des pertes de centaines de milliards de dollars. Construits par des mathématiciens de haut niveau (les « quants » [24]) et mis en œuvre par des traders spécialistes, ces modèles ont été incapables de prévoir les phénomènes psychologiques moutonniers de panique et de défiance, car *ils ne peuvent prendre en compte la peur et l'illogisme, ni au niveau individuel ni au niveau d'une population*.

Les modèles mathématiques de comportement financier ont aussi échoué *lorsqu'ils extrapolent un comportement futur à partir d'une évolution passée*, omettant ainsi de prendre en compte la survenance de comportements nouveaux imprévisibles et l'instabilité intrinsèque des critères de décision humains, soumis à des phénomènes imprévisibles d'imitation, d'espoir, d'influence ou de panique : comment prévoir, par exemple, le moment où la bulle spéculative des prêts subprime allait éclater ? Tant qu'une bulle financière n'a pas éclaté, un spéculateur a intérêt à parier sur une montée des cours ; et lorsqu'elle a éclaté il est trop tard pour vendre. Or l'éclatement peut être déclenché par un simple article de presse, une évaluation d'agence de notation, une déclaration de politicien ou d'autres causes non modélisables.

Exemple édifiant : l'échec des modèles de prix de titres CDO contenant des prêts subprime, *en fort désaccord les uns avec les autres*. Leur utilisation a conduit à des pertes chiffrées en centaines de milliards de dollars [13].

Les modèles mathématiques n'ont jamais été capables de prévoir les cours des matières premières de base comme le pétrole, le fer, le riz ou le blé, bien que leur consommation et leur production soient prévisibles à l'échelle macroéconomique

avec une précision raisonnable plusieurs mois à l'avance. Cette impossibilité de prévoir entraîne l'existence d'achats spéculatifs et d'opérations financières de couverture, c'est-à-dire de paris où chaque transaction implique deux parties qui parient en sens inverse l'une de l'autre à partir de conclusions opposées sur l'évolution d'une même situation.

Les modèles mathématiques créés par les quants [\[24\]](#) (les meilleurs experts du monde en mathématiques financières) pour évaluer le risque de détenir dans un portefeuille les instruments financiers qu'ils avaient eux-mêmes créés se sont avérés trop souvent faux, et ceux qui leur ont fait confiance ont perdu des milliards.

Les modèles financiers ont échoué, enfin, *parce qu'ils refusaient de prendre en compte les situations par trop improbables*. C'est ainsi, comme le rappelle la Banque de France dans [\[101\]](#), que :

"[Avant de devenir insolvable, la société de crédit immobilier britannique] Northern Rock aurait effectué avec succès toutes les simulations [mathématiques] de crise sur lesquelles elle s'était entendue avec l'autorité britannique des services financiers (Financial Services Authority – FSA) au premier semestre 2007. Bien évidemment, la possibilité que toutes les sources de financement de la banque puissent se tarir au même moment ne figurait pas au nombre des scénarios simulés."

Avec sa prudence habituelle, la Banque de France s'interroge donc sur les méthodes de supervision des banques en exprimant ses doutes sur la fiabilité de leurs modèles financiers de risque :

"...on peut raisonnablement se demander s'il est opportun que les instances de réglementation et de contrôle se fondent sur des cadres aussi imparfaits."

De son côté, la Banque centrale européenne (qui doit utiliser des modèles mathématiques de prévision macroéconomique) a tenu à en documenter les limites et les incertitudes intrinsèques dans [\[131\]](#).

Les limites de la prudence

On peut toujours envisager d'imposer aux banques des règles prudentielles [\[142\]](#) plus strictes que le ratio de solvabilité Cooke [\[1\]](#) des règles internationales actuelles Bâle II [\[105\]](#) [\[106\]](#) [\[107\]](#). Mais plus on diminuera le risque qu'une banque manque de liquidités en lui imposant un ratio Cooke élevé, plus on diminuera le total des crédits qu'elle accorde et plus ces crédits coûteront cher ; à force de prudence, à force de se prémunir contre le *risque* d'illiquidité on pénalisera à *coup sûr* l'économie [\[108\]](#). Le problème est le même qu'en matière d'assurances : plus on veut assurer de risques différents ou coûteux, plus l'assurance est chère ; l'excès de précaution substitue à un risque dont la matérialisation est incertaine un coût qui, lui, est certain.

Modèles, risque et incertitude

Un « risque » est défini par l'ensemble de ses conséquences possibles, chacune assortie de sa probabilité de se produire. Cette définition implique la connaissance de *toutes* les conséquences possibles d'un risque donné et de la probabilité de chacune, la somme de ces probabilités étant alors égale à 1.

Lorsqu'on ne connaît pas avec certitude toutes les conséquences d'une cause donnée, ou qu'on ne peut chiffrer toutes les probabilités associées aux conséquences, on parle d'« incertitude ».

Un modèle mathématique prévisionnel peut éventuellement prendre en compte des risques. Il ne peut prendre en compte des incertitudes que si l'on connaît des bornes supérieures ou des majorants des probabilités de l'ensemble des diverses conséquences incertaines, et alors le modèle sera lui-même imprécis et son utilisation risquée.

4.3 Les hypothèses fondamentales de l'économie sont souvent fausses

Les hypothèses fondamentales de l'économie sont basées sur le postulat d'un comportement rationnel des agents économiques.

Il n'y a rien d'étonnant à cela, quand on songe qu'elles datent du célèbre livre d'Adam Smith, "Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations" [155], publié en 1776, si fondamental qu'il est encore étudié de nos jours. Cet ouvrage a fondé l'économie politique au siècle des Lumières [12], 5 ans avant que Kant finisse de faire triompher la rationalité avec sa "Critique de la raison pure".

Adam Smith affirma que tous les agents économiques (personnes, entreprises, banques, Etats...) se comportent constamment de manière rationnelle, en recherchant leur profit maximum dans un marché régi par des lois déterministes. Selon sa théorie rationaliste, basée sur l'hypothèse d'une concurrence pure et parfaite :

- La loi de l'offre et de la demande définit rationnellement les prix et quantités échangées.
- La main invisible du marché conduit automatiquement à l'équilibre de l'offre et de la demande, et à l'efficacité optimale dans l'allocation des ressources rares et coûteuses que sont la terre, la main d'œuvre, le capital, etc. Selon [156] :

"La théorie économique de l'équilibre général de Léon Walras (« Eléments d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale » de 1874) traduit les écrits d'Adam Smith et son principe de la main invisible en termes mathématiques. Un système d'équations d'offre et de demande décrit les comportements des agents, producteurs et consommateurs. L'égalité entre offre et demande sur les différents marchés correspond à une situation d'équilibre général. Cet équilibre est atteint par un mécanisme de tâtonnement."

C'est cette hypothèse de rationalité des agents économiques qui a présidé à une modélisation de l'économie calquée sur la modélisation de la réalité physique par des lois scientifiques déterministes, modélisation triomphante depuis Newton. C'est sous l'influence - *purement idéologique et sans preuve rationnelle* - du modèle triomphant de la prévisibilité des événements physiques, due à la stabilité des lois de la nature, que les économistes ont schématisé la concurrence réelle sur un marché en l'assimilant à la concurrence pure et parfaite ; c'est aussi pourquoi ils supposent que

les prédictions d'évolution des agents économiques suivent le modèle déterministe stochastique des [anticipations rationnelles](#).

Mais hélas, ces hypothèses sont souvent fausses. Elles ne peuvent expliquer certains comportements irrationnels comme :

- Les investisseurs qui achètent des titres dont le cours en hausse est déjà très supérieur à la valeur économique réelle sous-jacente, cours qui sont voués à baisser lorsque la bulle correspondante éclatera.

De nombreux particuliers américains spéculaient sur une hausse du prix des maisons qui se poursuivrait indéfiniment, leur permettant d'en acheter une très au-dessus de leur capacité de remboursement en espérant la revendre peu après avec bénéfice. Leur confiance en un prix de marché déconnecté du prix de construction et de la capacité de remboursement était aussi irrationnelle et irresponsable que celle des vendeurs de prêts hypothécaires, qui les persuadaient de contracter un tel prêt même si ses échéances seraient au-dessus de leurs moyens deux ans après, ou si les taux d'intérêt montaient.

- Les investisseurs qui cèdent à la panique ou à l'euphorie qu'ils éprouvent en pariant sur le fait que d'autres investisseurs réagiront comme eux.
- L'absence d'autorégulation des marchés, qui a présidé à la spéculation immobilière et à sa contrepartie bancaire jusqu'à ce que la bulle des spéculations basées sur les produits financiers adossés à des prêts subprimes éclate.

La crise des subprimes a montré que la confiance aveugle en l'autorégulation des marchés financiers est une erreur d'origine idéologique. Seul un contrôle par une autorité neutre qui a le support de l'Etat et des lois peut empêcher des comportements irrationnels ou irresponsables, comme seule la peur du gendarme peut rendre nos automobilistes prudents. La sagesse consiste alors à doser correctement cette régulation pour empêcher les excès sans décourager l'initiative. *Le libéralisme n'a jamais supposé l'absence de lois et de contrôles, indispensables dans toute société.*

Non seulement la concurrence n'est jamais pure et parfaite, mais elle est particulièrement faussée en France. Dans notre pays, la plupart des politiciens au pouvoir, droite et gauche confondues, et la plupart des syndicalistes, [pensent comme M. Sarkozy](#) et beaucoup de Français que la concurrence est nécessairement « sauvage » et profite seulement aux capitalistes [10] ; ils réclament – et obtiennent – de nombreux prix imposés par l'Etat et des interdictions d'installer ou d'agrandir des magasins à grande surface. Cette attitude irrationnelle est basée sur l'ignorance généralisée des mécanismes économiques, ignorance entretenue et exploitée par certains politiciens et syndicalistes.

- Le peur des incertitudes : lorsqu'on ne peut évaluer avec précision la valeur du titre d'un fonds parce qu'il contient un pourcentage inconnu d'autres fonds basés sur des prêts subprimes, *on n'achète aucun titre à aucun prix*. Cette paralysie irrationnelle de la grande majorité des investisseurs laisse le champ libre - et les bénéfices ! - à quelques investisseurs plus entreprenants, qui acceptent d'acheter ces titres à prix cassé à des détenteurs si affolés qu'ils les céderaient à n'importe quel prix, [nous l'avons vu](#).

Autre exemple de paralysie irrationnelle : on trouve souvent, en bourse, des titres d'entreprises bénéficiaires dont le cours, très inférieur à la valeur des actifs, ne tient même pas compte du potentiel commercial de leur vaste portefeuille de clients. *La plupart des investisseurs n'en achètent pas parce qu'ils constatent que les autres investisseurs n'en achètent pas non plus*, comportement moutonnier s'il en est. Un investisseur avisé étudie le bilan de l'entreprise, puis l'avis motivé des [agences de notation](#) ; et il se souvient que le bon moment pour acheter un titre est justement celui où une majorité d'investisseurs le boude.

- La vision mécaniste, déshumanisée, du comportement des agents économiques. En postulant, par keynésianisme mal compris, qu'il suffit d'injecter X milliards dans l'économie d'un pays pour qu'elle reparte, cette vision oublie que *la condition la plus importante du redémarrage d'une économie est la confiance* ; c'est cette condition psychologique qui fait que les consommateurs se remettent à dépenser, les banquiers à prêter et les entreprises à investir.

[Nous avons vu](#) qu'en injectant ponctuellement 168 milliards de dollars (1.2 % du PIB 2007 des Etats-Unis) au moyen de chèques envoyés aux ménages au printemps 2008, l'administration Bush n'a fait repartir l'économie que pendant un trimestre. Dès l'automne, la crise était revenue et le chômage explosait : l'injection ponctuelle n'avait provoqué qu'un feu de paille. Comme le prévoient beaucoup d'économistes et des statistiques le confirmèrent, une grande partie de ce cadeau fiscal ne fut pas consacré à des dépenses qui stimulent l'économie : elle servit à payer des dettes ou fut épargnée par précaution.

Pour relancer une économie par injection keynésienne d'argent il faut cibler des secteurs à fort contenu en main d'œuvre et y financer des commandes pour faire travailler les entreprises en sous-capacité *pendant au moins un an* ; leurs salariés d'abord, puis les entreprises chez qui ils dépensent leur salaire ensuite, reprendront alors confiance. Il faut aussi que les montants injectés remettent au travail *la grande majorité* des entreprises de ce secteur, pas quelques-unes : voyant qu'on travaille autour d'eux, ceux qui ont retrouvé du travail croiront la crise finie bien plus que s'ils font partie d'une minorité qui travaille alors que la majorité chôme.

5. Notes et références

5.1 Terminologie

[0] Dictionnaires :

- Dictionnaire de l'économie de La documentation française : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/problemes-economiques/glossaire/index.shtml>
- Dictionnaire des signes économiques de La documentation française : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/problemes-economiques/dictionnaire-sigles.shtml>
- Dictionnaire de L'INSEE: <http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=definitions/liste-definitions.htm>
- Lexique de finance Vernimmen.net : <http://vernimmen.net/html/glossaire/>
- Edubourse : <http://www.edubourse.com/guide/lexique.php>

[1] Règles prudentielles – Ratio de solvabilité Cooke des accords Bâle II

La création d'argent par les banques ne peut être illimitée, car elle est obligée de respecter les deux critères du « ratio Cooke » :

- Le ratio Cooke global est :
$$\frac{\text{Fonds propres} + \text{Quasi-fonds propres}}{\sum_i (\text{Taux de risque } i \text{ multiplié par Engagement } i)} \geq 8\%$$
- Le sous-ratio est :
$$\frac{\text{Fonds propres}}{\sum_i (\text{Taux de risque } i \text{ multiplié par Engagement } i)} \geq 4\%.$$

Dans les fractions ci-dessus :

- Les fonds propres d'une banque sont son capital, apporté par ses actionnaires ;
- Les quasi-fonds propres sont des fonds disponibles de manière stable comme les certificats d'investissement, les obligations remboursables en actions et les actions à dividende prioritaire ;
- Le montant de l'engagement numéro i est affecté d'un coefficient de pondération « risque i » compris entre 0 et 1. Exemples : le coefficient zéro est attribué à des crédits et engagements accordés à des emprunteurs qui ont la garantie d'un état membre de l'OCDE, le coefficient 1 à des entreprises (petites ou grandes), et il existe des coefficients de risque entre 0 et 1

Les règles de supervision bancaire Bâle II permettent à une banque de déterminer les coefficients de pondération-risque ci-dessus :

- Soit en appliquant un modèle standard de profils de risque approuvé officiellement ;
- Soit en créant elle-même son propre modèle, sous réserve de son approbation par un organisme de supervision (en France : Commission bancaire de la Banque de France [104]).

[2] Relation entre solvabilité et liquidité

Une banque fondamentalement solvable mais illiquide peut être incapable de se procurer des fonds assez rapidement pour faire face à une échéance, devenant ainsi, en pratique, insolvable.

C'est ce qui est arrivé à de nombreux établissements lors de la crise financière déclenchée par les prêts subprime. Au moment où elles sont tombées en manque de liquidités, la première banque suisse, UBS, et la banque américaine d'investissements Lehman Brothers [180] avaient des ratios prêts sur fonds propres nettement supérieurs à 30 ; à l'évidence, ces établissements avaient été imprudents et leur supervision déficiente [108]. La Suisse a injecté 6 milliards de francs suisses (soit 5.4 milliards de dollars) dans UBS pour la sauver, et lui a racheté pour 60 milliards de francs suisses d'actifs pourris (54 milliards de dollars), *en exigeant des intérêts au taux colossal, punitif de 12.5 %* ; de son côté, le gouvernement américain a préféré laisser mourir Lehman Brothers, dont les départements démantelés ont été rachetés aussitôt à prix cassé par ses concurrents Barclays et Nomura sans dédommagement de ses actionnaires [180].

[3] Opérations d'open market et facilités permanentes

Ce sont des activités de la banque centrale de chaque pays de la zone euro.

Opérations d'open market

Les opérations de la banque centrale sur les marchés financiers s'appellent « opérations d'open market ». Selon [130] page 88 et [139], ce sont :

- Des opérations temporaires :
 - de prise en pension de titres publics ou privés ;
 - de prêts garantis.
- Des opérations fermes d'achat ou vente de titres publics ou privés ;
- Des swaps de change, achats ou ventes euros contre devises au comptant ou à terme, pour gérer la situation de liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêt.
- Des reprises de liquidités en blanc, pour les retirer du marché.
- Des émissions de certificats de dette de la BCE pour ajuster la position structurelle de l'Eurosystème vis-à-vis du secteur financier en créant ou en augmentant un besoin de refinancement sur le marché.

Ces opérations s'effectuent par voie d'appels d'offres, ou par voie de « procédures bilatérales » où le nombre de partenaires est réduit. Selon [139] pages 9 et 10, il y a plusieurs catégories d'opérations :

- Les refinancements à plus ou moins long terme, pour fournir des liquidités aux banques et autres établissements de crédit ;
- Les opérations de réglage fin pour gérer les liquidités disponibles sur le marché et piloter les taux d'intérêt ;
- Les opérations structurelles.

Facilités permanentes

Les facilités permanentes sont destinées à fournir ou à retirer des liquidités au jour le jour, à indiquer l'orientation générale de la politique monétaire et à encadrer les taux du marché au jour le jour. Deux facilités permanentes sont à la disposition des contreparties éligibles (banques, etc.), qui peuvent y recourir à leur propre initiative :

- La facilité de *prêt marginal*, pour obtenir des banques centrales nationales des liquidités au jour le jour contre le nantissement d'actifs éligibles.
- La facilité de *dépôt*, pour effectuer des dépôts au jour le jour auprès des banques centrales nationales.

[4] ECOFIN (Conseil des affaires économiques et financières, qui regroupe les ministres de l'économie et des finances des pays membres de l'Union européenne)
<http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telechar/europe/ECOFIN.pdf>

[5] OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui collecte une épargne auprès d'associés dont chacun détient des parts d'un fonds de placement. L'OPCVM gère ces fonds au profit de ses porteurs de parts. Les deux types de fonds sont les FCP (Fonds communs de placement) et les SICAV (Société d'investissement à capital variable). Il existe des « SICAV monétaires », produits financiers placés à court terme, des « SICAV obligataires » placées en obligations, et des « SICAV actions ».

D'après l'Association française de la gestion financière, en 2007 les OPCVM français géraient 1463 milliards d'euros pour le compte d'environ 11 millions d'épargnants.
Voir :

- <http://www.afg.asso.fr/>;
- http://www.afg.asso.fr/afg/fr/gestion_france/industrie_qq_chiffre.html;
- <http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier911.pdf> .

[6] IFM : institutions financières monétaires. Ce sont les organismes publics ou privés qui émettent de la monnaie :

- La Banque centrale européenne (BCE) [117] et les banques nationales des divers pays ;
- La Banque de France <http://www.banque-france.fr/> , partie française de la BCE ; (description de ses activités : [138])
- Les banques et établissements de crédit ;
- Les OPCVM monétaires [5] ;
- (En France) divers établissements qui reçoivent des dépôts (La Poste, les Caisses d'Epargne, etc.), le Trésor public, la Caisse des dépôts, etc.

[7] PIB (Produit Intérieur Brut) d'un pays (Gross Domestic Product, GDP)
C'est une valeur ajoutée : la valeur nette de l'ensemble des biens et services produits dans le pays pendant une certaine année, à deux détails près :

- Le travail chez elles des personnes comme les ménagères n'est pas pris en compte s'il n'est pas facturé ;
- La production des fonctionnaires est évaluée au coût des salaires, pas à la valeur des services rendus.

En 2007, le PIB de la France était de 1633.81 milliards d'euros, selon [111].

Selon l'INSEE http://www.insee.fr/fr/indicateur/indic_conj/donnees/cpta.pdf on peut calculer le PIB de 3 manières :

- L'approche production, utilisant la valeur ajoutée :
 - Valeur HT des biens et services *vendus* dans le pays
 - - valeur HT des biens et services *consommés* pour les produire
 - + impôts sur les produits
 - - subventions sur les produits.
- La somme des utilisations des biens et services produits c'est l'approche demande) :
 - consommation finale des ménages (927.55 milliards d'euros en 2007) et administrations (369.09 milliards d'euros en 2007)
 - + investissements (Formation Brute de Capital Fixe FBCF) (343.52 milliards d'euros en 2007)
 - + solde du commerce extérieur (exportations moins importations, -41.17 milliards d'euros en 2007).
- La somme des *revenus distribués* lors de la production des biens et services :
 - Rémunérations des salariés
 - + bénéfices (Excédent brut d'exploitation EBE et revenu mixte brut)
 - + Impôts sur la production et les importations
 - - Subventions.

Ne pas confondre le **PIB** (Produit *Intérieur* Brut, en anglais Gross Domestic Product, GDP) avec le **PNB** (Produit *National* Brut, en anglais Gross National Product, GNP). Le PNB comprend le PIB + le revenu net provenant des activités à l'étranger d'acteurs économiques nationaux. On peut écrire :

- $PNB = PIB + \text{solde extérieur, ou}$
- $PNB = PIB + \text{revenus des acteurs nationaux en provenance de l'extérieur} - \text{revenus des acteurs étrangers versés à l'extérieur.}$

[8] Définitions INSEE selon [0] :

- Une **valeur ajoutée** est un solde de compte de production. Elle est égale à la valeur de la production correspondante diminuée de la consommation intermédiaire. Un PIB [7] est une valeur ajoutée.
- Une **consommation intermédiaire** est une valeur des biens et services transformés ou entièrement consommés au cours du processus de production.

L'usure des actifs fixes mis en œuvre n'est pas prise en compte ; elle est enregistrée dans la [consommation de capital fixe](#).

- La [consommation de capital fixe](#) est la dépréciation subie par le capital fixe au cours de la période considérée par suite d'usure normale et d'obsolescence prévisible.
- La **formation brute de capital fixe** (FBCF) est constituée par les acquisitions moins cessions d'actifs fixes réalisées par les producteurs résidents. Les **actifs fixes** sont les actifs corporels ou incorporels issus de processus de production et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant au moins un an.

La notion de FCBF est souvent utilisée pour désigner des investissements, qu'on espère productifs et dont on exclut les variations de stocks ou achats de terrains.

[9] Agent économique

C'est une personne ou un groupe de personnes constituées en entreprise, association, consommateurs, institution de l'Etat, etc. qui possèdent des biens et/ou de l'argent et qui agissent dans l'économie en tant qu'acheteur, vendeur, investisseur, prestataire ou consommateur de services, etc.

Un agent économique agit dans un [marché](#) de biens, de services ou de capitaux *en tant qu'entité indivisible*. Une entreprise qui achète à un fournisseur de papeterie un lot de 80 ramettes de papier pour imprimante laser destinées à son service administratif de 12 personnes se comporte vis-à-vis de lui comme un client unique.

Un service ou un bien donnés gratuitement ou échangés ne comptent pas en tant que transaction économique entre deux agents.

[10] Capitalisme

Le capitalisme est un système économique et social.

Système économique

Le capitalisme est un modèle économique de type « [économie de marché](#) », basé sur la liberté de chaque agent économique ; c'est pourquoi il est qualifié de « libéralisme économique ». Ce modèle implique :

- La propriété privée des moyens de production et d'échange ;
- La recherche de son profit par chaque agent économique, dans un marché où règle la concurrence. Chaque agent économique décide donc librement de ce qu'il produira, en quelles quantités et quand, modèle infiniment plus souple et adaptable que celui de la planification centralisée, qui n'a jamais fonctionné correctement nulle part.

Le capitalisme exalte l'individualisme et l'esprit d'entreprise sans se préoccuper des besoins et de la souffrance des pauvres ; en tant que problème social (et non économique) le sort des pauvres est, pour lui, du ressort de l'Etat et de ses fonctions de redistribution de richesses et de solidarité.

Le modèle capitaliste s'oppose au modèle communiste, qui prône la propriété collective des moyens de production et de transport, la planification de la production et de la consommation, et l'absence de concurrence.

Système social

Le capitalisme a un modèle social où l'interventionnisme de l'Etat est le plus faible possible compatible avec les services que le peuple attend de la société. Dans une société capitaliste comme celle des Etats-Unis les riches sont fiers de leur réussite et l'étalent, les pauvres les envient et font ce qu'ils peuvent pour devenir riches. La redistribution de richesses des riches aux pauvres est minimale et il n'est pas question de priver les actionnaires de leurs dividendes au profit des pauvres.

[11] Socialisme – Comparaison avec le capitalisme

Comme le capitalisme, le socialisme est aussi un système économique et social. A la différence du capitalisme - qui glorifie l'individualisme et respecte la différence entre réussites individuelles - le socialisme s'inspire de valeurs égalitaristes et humanitaires jusqu'à en imposer les effets par la loi.

Le socialisme prône une [économie à la française, administrée par un Etat interventionniste](#). Il n'exclut ni la propriété privée des moyens de production ni l'initiative économique privée, mais les encadre fortement par la loi.

Dans un pays démocratique à économie de marché les deux différences principales entre capitalisme et socialisme sont le niveau d'ingérence de l'Etat et le degré de redistribution des richesses, tous deux résultant de choix démocratiques.

De même qu'[on a accusé à tort le capitalisme d'être immoral ou insuffisamment moral](#), de même on a accusé le socialisme d'imposer parfois une « tyrannie de la majorité ». C'est le cas, par exemple, lorsqu'un gouvernement socialiste français, résultant d'une majorité de députés élue par 52 % des suffrages exprimés, tyrannise une minorité de 2 % de citoyens plus riches que les autres. Il les culpabilise dans les discours de ses politiciens, les assujettit à des impôts confiscatoires et punitifs, décrète à chaque occasion la sous-rétribution des actionnaires et des dirigeants pour favoriser les primes aux prolétaires, etc.

Dans ce cas-là, le socialisme devient « un système politique où une majorité de citoyens peu entreprenants et peu productifs vivent aux crochets d'une minorité de citoyens entreprenants et productifs ». Cela aurait choqué Jaurès, le grand socialiste fondateur du journal *l'Humanité*, qui écrivait à propos des dirigeants et des dirigés :

"Est dirigeant celui qui accepte de prendre les risques que les dirigés ne veulent pas prendre."

[12] Les Lumières

Voir d'abord le court texte de Kant - "*Qu'est-ce que les Lumières ?*" (1784)

<http://www.cvm.qc.ca/encephi/contenu/textes/KantLumieres.htm> .

Les philosophes des Lumières rêvaient d'apporter, grâce aux approches fondées sur la raison, le bonheur aux hommes et la liberté à leur société. Le mot « Lumières » a été choisi en tant qu'opposé de l'obscurantisme, né de la crainte de l'homme de

penser par lui-même et de son habitude de penser comme le lui commandent l'Eglise ou le tyran au pouvoir.

En somme, ces philosophes promettaient à l'humanité de sortir de l'enfance où l'on obéit sans discuter et d'accéder à un âge adulte, où un individu peut réfléchir et décider rationnellement par lui-même, et une société peut se gérer elle-même au lieu d'obéir aveuglement à un prince. Or le pouvoir de la raison se fonde sur une foi dans la science, dont on pouvait attendre le pouvoir par la connaissance.

[13] Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Fonds commun contenant des prêts et autres instruments financiers [22].

Voici comment les décrit le document de la Banque de France de juin 2005 :

"Le marché des CDO - Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière" http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/bdf_rsf_2005/bdf_rsf_06_etu_1.pdf

"...quelle que soit leur forme, les CDO ont en commun d'être émis en différentes tranches dont le découpage obéit aux techniques de la titrisation et permet de redistribuer de manière ad hoc aux investisseurs les revenus et le risque de crédit de leur portefeuille sous-jacent."

"...les CDO facilitent la redistribution de ce risque au sein ou en dehors de la sphère bancaire et financière..."

"...l'évaluation des CDO et de leurs risques fait appel, notamment en ce qui concerne les CDO synthétiques, à des techniques complexes et plus ou moins éprouvées. Les investisseurs, tout comme les intervenants du marché, peuvent ainsi être exposés à des pertes plus ou moins sévères."

La valeur des CDO d'ABS (asset-backed securities : titres adossés à des actifs) s'est effondrée en raison des écarts importants entre les prix de marché et les prix estimés par les modèles, ainsi qu'entre les estimations des différents modèles.

[14] Credit Default Swaps (CDS) – Produits dérivés

Un contrat CDS (en français : « swap de défaut ») couvre le détenteur d'un titre du risque de défaillance sur les prêts ou obligations sous-jacents pendant une certaine période. L'assureur assure l'assuré moyennant une prime d'assurance payée à intervalles réguliers. Ce contrat dérivant d'un titre (un titre CDO [13], par exemple) est donc un « produit dérivé », un « dérivé de crédit » si le titre est un titre de crédit comme un CDO.

Si une défaillance se produit, l'assureur doit payer immédiatement à l'assuré le montant prévu, et recevoir en échange (d'où le terme "swap") les titres défaillants correspondants.

Il existe aussi des contrats CDS sur la défaillance d'une entreprise tout entière, contrats où l'une des deux parties parie sur cette défaillance et l'autre parie contre.

Il y a également des contrats d'assurance CDS contre le défaut de paiement par un pays de sa dette nationale. Selon [237] citant CMA Datavision, le 13/02/2009 le coût d'un tel contrat était de 0.67 % pour l'Allemagne, 0.745 % pour la France, 1.52 %

pour l'Espagne et 3.55 % pour l'Irlande : à l'évidence, les dettes d'Etat des pays n'ont pas le même risque de défaut aux yeux des investisseurs.

Les contrats CDS peuvent être regroupés en fonds et être échangés par des intermédiaires sur un marché de produits dérivés hors cote (OTC : "over the counter"), marché non formalisé comme une bourse et fonctionnant de gré à gré par téléphone, fax ou Internet [23]. Malgré l'absence de transparence de ce type de marché, les chiffres sont colossaux :

Fin 2007, la valeur totale des contrats CDS en cours était estimée entre 45 500 et 62 200 milliards de dollars, supérieure à la capitalisation (valeur totale des actions) de Wall Street (21 900 milliards de dollars, après 25 000 fin 2006 [228].)

L'énormité du total des contrats CDS vient de ce que :

- Beaucoup d'intervenants peuvent s'assurer contre la défaillance d'une même dette ou entreprise. En outre, un titre assuré pour sa valeur nominale de \$100, peut perdre de la valeur avant la fin du contrat, perte contre laquelle on s'assure. C'est ainsi que, lors de sa défaillance le 14/09/2008, la dette nette de la banque d'investissements Lehman Brothers valait 155 milliards de dollars [180], mais était assurée par des CDS d'un montant total d'environ 400 milliards de dollars.
- Beaucoup s'assurent à des fins purement spéculatives, en assurant des titres qu'ils ne possèdent pas ou en pariant sur la défaillance d'une entreprise, ou tout autre pari très risqué.

Les CDS étant des contrats d'assurance, même si leur marché met en jeu des sommes énormes il n'y a rien d'étonnant : un pari financier sur l'avenir peut avoir le montant qu'on veut, dans la mesure où il y a deux parties qui acceptent de parier en sens opposé. En outre, les CDS étant aussi nécessaires que d'autres contrats d'assurance, il n'est pas question de les interdire ou d'en interdire la revente, quelles que soient les protestations idéologiques des anticapitalistes qui n'y comprennent rien.

Le fonctionnement des CDS est décrit dans :

- Le texte de la Banque de France de juin 2004 : "Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut" http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/bdf_rsf_2004/bdf_rsf_04_etu_3.pdf
- Le texte <http://www.answers.com/topic/credit-default-swap> .

[15] Hedge fund

Fonds d'investissement spéculatif à haut risque, dont le gestionnaire (travaillant de manière opaque pour les investisseurs qui lui ont confié des fonds) investit sur des produits à haut risque comme les produits dérivés [14]. Il pratique des opérations comme la vente à découvert (vente à terme de titres qu'il ne possède pas au jour de la vente, mais qu'il espère acheter moins cher lorsqu'il faut les livrer, leur cours ayant baissé). Il peut aussi emprunter des titres ou emprunter de l'argent pour acheter des titres, créant ainsi un *effet de levier* : au capital souscrit s'ajoutent alors les sommes empruntées.

Ces fonds peuvent rapporter gros, mais aussi perdre gros. Pour un gros investisseur, qui peut se permettre de perdre tout ce qu'il y a investi, un hedge fund constitue une diversification par rapport à un portefeuille de titres traditionnel, parce que *sa performance est, en principe, décorrélée de celle d'actions ou obligations* : un hedge fund peut gagner de l'argent en spéculant sur une baisse de cours, par exemple.

Le mot "hedge" signifie « couverture », mais on n'investit pas dans un hedge fund pour se couvrir d'un risque. Par contre, le gestionnaire du fond, lui, utilise souvent des contrats de couverture comme les CDS [14].

Les hedge funds ne faisant pas appel à l'épargne publique (celle des petits épargnants) ne sont pas assujettis aux règles strictes de celle-ci ; ils sont très libres de prendre des risques et souvent domiciliés dans des paradis fiscaux.

Exemples

- Le fonds Quantum de George Soros [a spéculé avec succès contre la livre sterling en 1992, obligeant la Banque d'Angleterre à dévaluer sa monnaie, et réalisant en quelques semaines un profit de l'ordre de 1 milliards de dollars.](#)
- *The New York Times* du 18/01/2009: "Hedge Funds, Unhinged"
http://www.nytimes.com/2009/01/18/business/18hedge.html?th=&emc=th&page_wanted=print .

Selon cet article, 2/3 de la dizaine de milliers hedge funds actifs ont perdu de l'argent en 2008, contre 1/3 qui en a gagné.

[16] Capacité de production

Dans une entreprise, un secteur d'activité économique ou l'industrie d'un pays, c'est la quantité maximale de richesses qui peut être produite par unité de temps (journée, mois, année...). On peut l'exprimer dans des unités arbitraires : euros/an, nombre de pièces/jour, nombre de lits dans un service hospitalier, nombre maximum d'hectares de blé cultivables par un agriculteur seul, etc.

On considère en général *le taux d'utilisation* des capacités de production, par exemple de l'industrie manufacturière : c'est le pourcentage de la capacité de production de cette industrie qui produit à un instant donné, souvent de l'ordre de 80 %. Si ce taux diminue, il y a des hommes et des machines sous-utilisés, on manque de travail, l'entreprise ne peut plus faire face à ses frais fixes et ses amortissements.

[17] LBO (leveraged buyout) : c'est un achat à crédit de la majorité au moins des actions d'une entreprise, en utilisant un fort effet de levier (leverage). L'acheteur ne paie rien ou presque au départ et s'endette très fortement, comptant sur les profits ultérieurs qu'il espère réaliser avec l'entreprise pour rembourser les intérêts et le principal. L'acheteur compte aussi sur une forte amélioration des performances de l'entreprise due à la gouvernance plus efficace qu'il y instaurera.

[18] Monnaie de réserve

Les échanges internationaux se développant plus vite que la quantité mondiale d'or disponible pour garantir la valeur des monnaies, on a décrété à la Conférence de Bretton Woods de juillet 1944 que deux monnaies, le dollar et la livre sterling,

joueraient le même rôle international que l'or, celui de *monnaie de réserve*. La banque nationale d'un pays qui détient des dollars, par exemple, détient une devise acceptée partout, comme l'or.

Mais depuis les années 1960, seul le dollar est considéré comme monnaie de réserve jouissant de la confiance internationale : *malgré le déficit et la dette extérieure croissants des Etats-Unis, les exportateurs et investisseurs du monde entier replacent leurs fonds aux Etats-Unis.*

L'abandon, le 15/08/1971, de la convertibilité en or du dollar, et le passage en janvier 1976 à des taux de change flottants, régulés par l'offre et la demande et déconnectés de l'or, ne changèrent rien au statut du dollar. *Les Etats-Unis - et eux seuls - peuvent donc, jusqu'à preuve du contraire, continuer leurs déficits et leurs emprunts en dollars sans que le dollar change de statut ; eux seuls peuvent payer leurs déficits dans leur propre monnaie, ils ne sont pas obligés de payer ces déficits avec de l'or ou des biens matériels.*

Lorsque la Réserve fédérale (FED) imprime des dollars papier, ceux-ci sont acceptés avec confiance partout ; rien ne l'empêche donc, par exemple, d'en imprimer autant qu'il faut pour racheter des obligations du Trésor des Etats-Unis : la dette du Trésor, c'est-à-dire du gouvernement américain, sera alors due à la FED, elle figurera à l'actif de son bilan. Au passif, il y aura les dollars papier imprimés, dont elle doit la valeur aux Américains.

[19] Productivité

D'après *La documentation française* [0] :

"La productivité est le rapport entre la quantité produite d'un bien ou d'un service et le nombre d'unités d'un facteur de production [20] utilisé.

L'indicateur le plus couramment utilisé est celui de productivité du travail : il se définit par le rapport entre un volume de production réalisé et la quantité de travail employée.

La productivité du capital mesure le rapport entre le volume de production obtenue pendant une période donnée et le volume du capital utilisé.

La productivité moyenne d'un facteur de production mesure la quantité produite par unité de facteur employé.

Importance économique de la productivité

La productivité d'un pays est la base du niveau de vie de ses habitants. Toutes les études économiques récentes montrent que *la première cause de la croissance du PIB avec peu ou pas de création d'emplois n'a aucun rapport avec la mondialisation, les sous-traitances et les délocalisations.* Qu'il s'agisse de pays émergents comme la Chine (où des usines ultramodernes et super-automatisées produisent énormément avec peu de main d'œuvre), ou de pays avancés comme les Etats-Unis et la France, *la croissance de la production (constatée par celle du PIB) provient surtout de la croissance de la productivité.* C'est parce qu'on produit toujours plus intelligemment - avec une meilleure organisation, et plus facilement - avec du matériel plus performant, que cet accroissement de production satisfait la croissance de la demande en ne recourant que peu à l'embauche.

Les délocalisations jouent un rôle, en permettant de produire moins cher et même de faire de la R&D moins cher, mais en nombre d'emplois leur effet est modeste.

Le problème est qu'**on ne peut empêcher la croissance de la productivité pour préserver l'emploi**, du fait de la concurrence et parce qu'une meilleure productivité permet une baisse des prix favorable aux consommateurs.

Voir aussi le [graphique de la croissance de la productivité horaire française](#).

[20] Facteur de production

D'après *La documentation française* [0] :

"Un facteur de production est un élément qui participe au processus de production et permet la création de biens ou de services (exemples : main d'œuvre, machine, bâtiment, matières premières, énergie, etc.)"

[21] Taux d'actualisation ou de capitalisation, taux de rentabilité actuariel, spread

- L'*actualisation* au taux t consiste à déterminer la valeur aujourd'hui, V_0 , d'un montant ou d'un flux futur qui vaudra V_n au bout de n années, par la formule d'intérêts composés :

$$V_0 = \frac{V_n}{(1 + t)^n}$$

- La *capitalisation* au taux t est l'inverse de l'actualisation. Elle détermine la valeur future V_n , au bout de n années, d'une somme qui vaut aujourd'hui V_0 par la formule d'intérêts composés :

$$V_n = V_0(1 + t)^n$$

- Le *taux de rentabilité actuariel* d'un actif est le taux d'actualisation qui annule sa valeur actuelle nette (différence entre sa valeur actuelle et sa valeur de marché). Si, par exemple, la valeur de marché d'un immeuble suit exactement l'inflation, son taux de rentabilité actuariel est égal au taux d'inflation.
- Le *spread* d'un emprunt ou d'une obligation est l'écart entre son taux de rentabilité actuariel et celui d'un emprunt sans risque (obligation du Trésor U.S., par exemple) de même durée. Voir [exemple](#).

Le spread est d'autant plus fort que la solvabilité de l'emprunteur est considérée comme douteuse.

[22] Instruments monétaires, instruments financiers

- Instruments monétaires : pièces, billets de banque, dépôts à vue monétaires ;
- Instruments financiers : actions, titres de créances, sicav, options, etc., dont le but est de financer quelque chose.

[23] Marchés financiers

Marchés où s'échangent des instruments financiers [22] par rencontre d'offres et de demandes. Il existe des marchés au comptant et des marchés à terme, des marchés primaires où on émet des titres et des marchés secondaires où on négocie des titres déjà émis.

Certains marchés sont réglementés, d'autres comme les marchés de gré à gré (over the counter) ne le sont pas, ou beaucoup moins.

Le marché des valeurs mobilières (actions, obligations, taux, produits dérivés, etc.) se distingue des marchés des effets de commerce (titres de crédit où un emprunteur s'engage à rembourser une dette à une date donnée).

[24] Le métier des Quants

Source : site Math-Fi <http://www.maths-fi.com/devenirquant.asp>

"Quelques mots sur le métier de Quant

Pour schématiser on peut distinguer deux types d'activités :

- *Tout d'abord, le développement de produits dits "dérivés" (options, warrants, swaps...) s'appuyant sur des actifs "primaires" (on dit plutôt "sous-jacents") tels que les actions, les taux de change, les obligations et les taux d'intérêt. Dans ce cadre, son rôle est crucial puisqu'il doit tout à la fois concevoir (ou sélectionner) une modélisation de l'actif sous-jacent, proposer des formules d'évaluation des produits en fonction des paramètres de marché (pricing), déterminer les stratégies de couverture permettant à l'émetteur (et plus généralement au vendeur) de se couvrir au jour le jour sur le marché de l'actif sous-jacent contre les risques induits par ses variations (hedging). Il participe souvent à la conception des produits dérivés eux-mêmes avec les autres acteurs : les traders, les structureurs ou... les clients, essentiellement en tant qu'expert pour déterminer le niveau de "tractabilité" mathématique. Les formules qu'il met à jour peuvent être explicites (on dit "fermées" ou "closed") ou fondées sur des méthodes numériques. Ceci est une description de l'activité "historique" du Quant, telle qu'elle s'est développée depuis de la fin des années 70 jusqu'au début des années 90.*
- *La seconde activité essentielle du Quant - qui tend à prendre le pas sur la première - est la gestion globale du risque. À la suite des soubresauts multiples survenus sur les marchés (Krach de 87, scandale de la gestion frauduleuse de la banque Barings en 1995, crise asiatique et quasi-faillite du fonds LTCM en 1997) la notion de risque a pris une importance décisive sur les marchés. Sous la férule des autorités de marché, des indicateurs de risque ont été définis (Bâle II) pour encadrer les pratiques des marchés (notamment la VaR ou Value at Risk). L'un des nouveaux rôles dévolus aux Quants est l'évaluation de ce risque global induit par la gestion de gros portefeuilles éventuellement très hétérogènes. Il doit donc concevoir (pour partie) et calculer un faisceau d'indicateurs de risque à court et à moyen terme. Cette évaluation porte non seulement sur les variations des actifs primaires, des produits dérivés mais aussi tout ce qui concerne la défaillance des émetteurs, comme par exemple le non-versement de coupon obligataire ou la perte en capital consécutifs à la défaillance temporaire ou définitive d'une entreprise. Ce dernier problème, connu sous le nom de risque de*

crédit ou risque de défaut a pris depuis quelques années une importance considérable. D'autres domaines sont actuellement en plein développement comme les dérivés énergétiques et climatiques. Le recrutement de "Quants" y est important. Et de nombreuses perspectives se profilent avec l'ouverture des marchés des droits à polluer."

5.2 Références

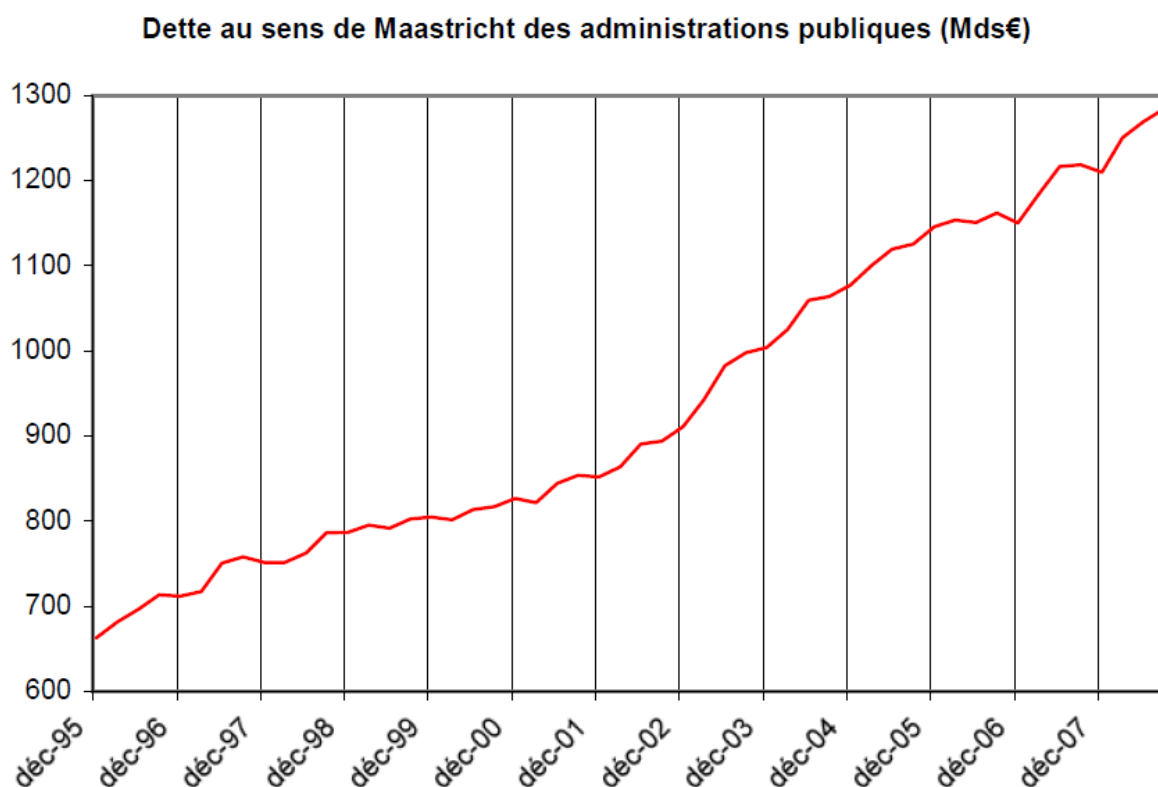
[101] Banque de France, février 2008 : "Revue de la stabilité financière - Liquidité"
http://www.banque-france.fr/asp/ouvrirpdf.asp?strurl=fr/publications/telnomot/rsf/2008/rsf_0208.pdf&title=RSF

[102] Banque de France, 27 novembre 2008 : "Les crédits au secteur privé"
http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/credpriv_fr3.pdf

[103] INSEE, 29/12/2008 : "Dettes trimestrielles de Maastricht des administrations publiques" [selon les normes comptables du Traité]

- <http://www.insee.fr/fr/themes/indicateur.asp?id=40&type=1>
- http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/doc_idconj_40.pdf

Voici un graphique extrait de cette publication :

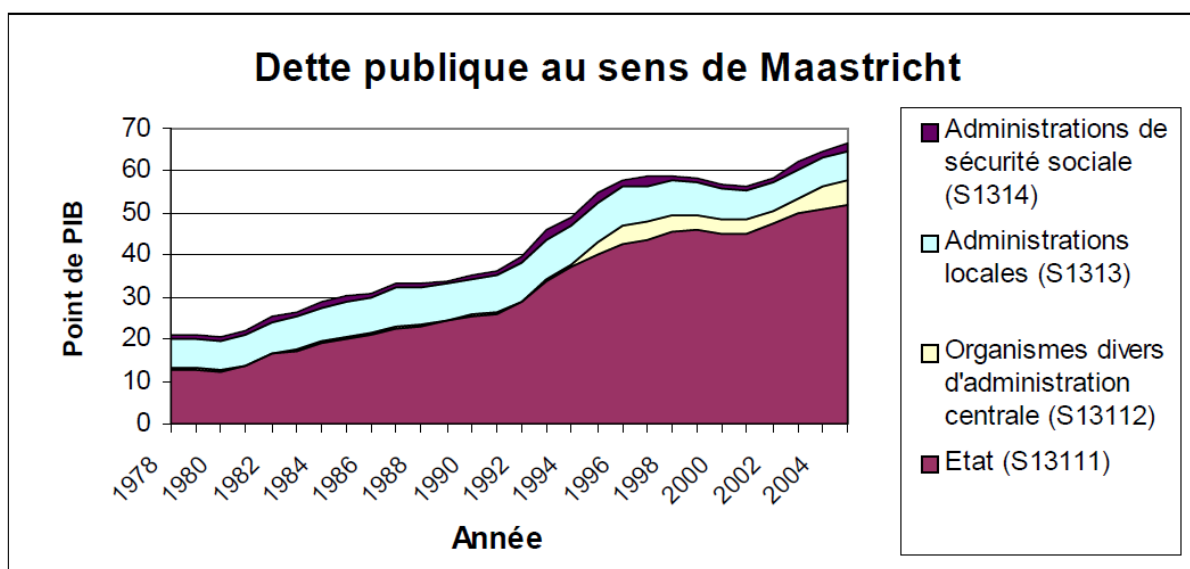


Dettes publiques françaises de décembre 1995 à septembre 2008

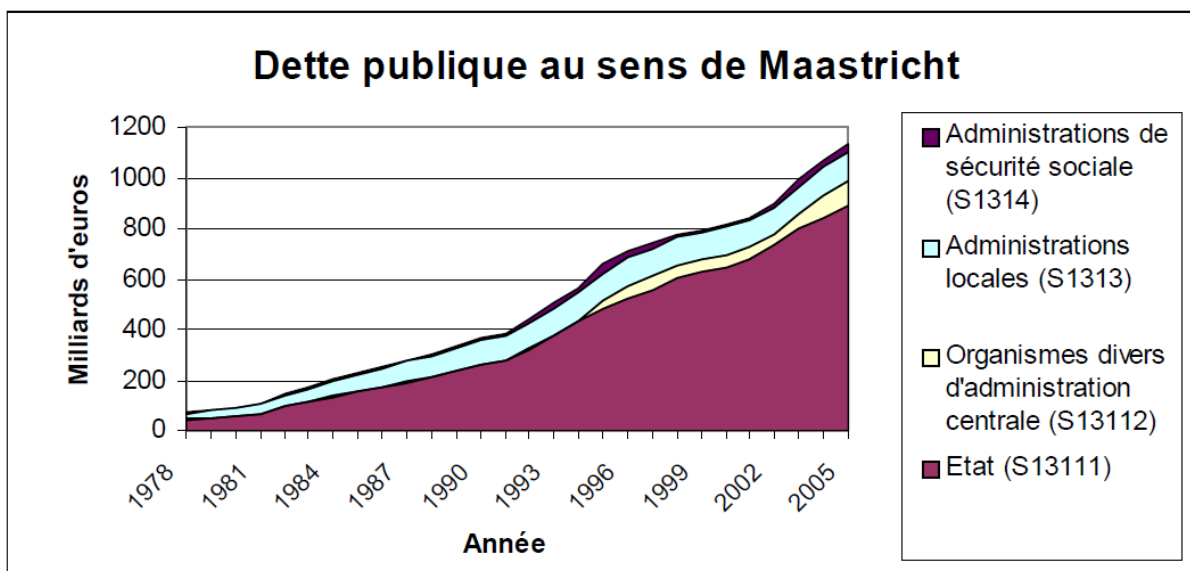
La dette publique française atteignait 1284.8 milliards d'euros au 3^{ème} trimestre 2008.

Voici un historique de la dette publique française de 1978 à 2005 en pourcentage du PIB [7] et en milliards d'euros selon l'INSEE (juin 2007)

http://www.insee.fr/fr/indicateur/cnat_annu/base_2000/documentation/methodologie/nb6.pdf :



Dette publique de 1978 à 2005 en pourcentage du PIB



Dette publique de 1978 à 2005 en milliards d'euros

[104] Banque de France : "Rapport annuel 2007 de la commission bancaire"
http://www.banque-france.fr/asp/ouvrirpdf.asp?strurl=fr/supervi/telechar/rapport_annuel_cb/rapport-

[annuel-commission-bancaire-2007.pdf&title=cb%20rapport%20annuel%202007%20table%20des%20matières](#)

[105] Loi n°2007-212 du 20 février 2007 portant diverses dispositions intéressant la Banque de France [sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit], version en vigueur au 05/01/2009 <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000006055482&dateTexte=20081227#LEGIARTI000006260416>

[106] Code monétaire et financier : http://www.legifrance.gouv.fr/telecharger_pdf.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026

[107] Banque de France, novembre 2005 : "Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière" http://moteur.banque-france.fr/search?access=p&entqr=3&output=xml_no_dtd&sort=date%3AD%3AL%3Ad1&entsp=a&ie=UTF-8&client=mon_frontal&q=normes+IAS&filter=0&ud=1&site=default_collection&oe=UTF-8&proxystylesheet=mon_frontal&ip=86.217.109.172&start=10

[108] Banque de France, février 2008 : "La gestion du risque de liquidité" http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud6_0208.pdf

[109] Banque de France, février 2008 : "Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort" http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud14_0208.pdf

[110] Banque de France, mars 2008 : "Colloque international : globalisation, inflation et politique monétaire – Conclusion de J. A. Frenkel" http://www.banque-france.fr/asp/ouvrirpdf.asp?strurl=fr/publications/telechar/seminaires/nov_2008/conclusion.pdf&title=conclusion

"Au début de la crise financière, on parlait de crise des subprime. Avec le temps, elle a gagné tous les compartiments des marchés de capitaux [10], essentiellement aux États-Unis mais aussi à l'étranger et, actuellement, il est plus juste de parler de « crise financière mondiale ». Aujourd'hui, des dysfonctionnements criants affectent les marchés financiers. Le système manque de transparence, personne ne sait qui détient réellement le risque, ou encore, quelle est sa véritable ampleur. Les marchés interbancaires n'ont plus accès à la liquidité et la confiance des contreparties s'est érodée."

[111] INSEE, 29/12/2008 : "Comptes nationaux trimestriels - résultats détaillés"

- <http://www.insee.fr/fr/themes/indicateur.asp?id=28&type=1>
- http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/doc_idconj_28.pdf

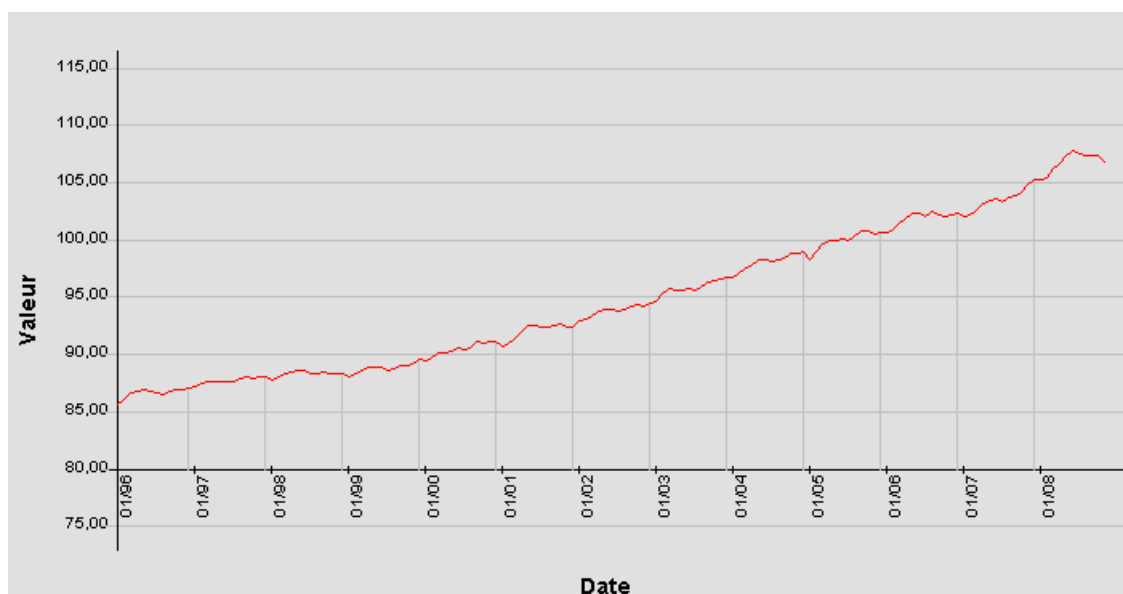
On y apprend notamment qu'en 2008 les Français ont épargné 15.8 % de leur revenu disponible brut.

[112] : Taux d'épargne et endettement des ménages américains

- Melchior, 04/02/2008 <http://www.melchior.fr/Le-taux-d-epargne-et-l-endettement.6563.0.html> Voir graphiques [ci-dessus](#)
- U.S. Bureau of Economic analysis, 23/12/2008 <http://www.bea.gov/briefrm/saving.htm>

[113] INSEE – Inflation en France métropolitaine : indice des prix à la consommation (IPC), qui suit les prix "bruts", représentatifs du coût des produits consommés.

http://www.indices.insee.fr/bsweb/servlet/bsweb?DATEDEB=1996&DATEFIN=2008&action=BS_SERIE_VALIDATION_GRAPHIQUE&BS_IDBANK=000671193&valider.x=32&valider.y=6



Indice des prix à la consommation en France de 1996 à 2008 selon [113]
En 12 ans, la hausse des prix a été en moyenne de 1.8 % par an

[114] **Masses monétaires** (appelées aussi « agrégats monétaires » classées par liquidité décroissante (voir montants et évolution ci-dessous en [115]) :

- **La masse monétaire M1** est la valeur totale en euros de la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation), augmentée de la valeur des dépôts à vue (comptes chèques...) ;
- **La masse monétaire M2** = M1 + les comptes d'épargne sur livret + les dépôts remboursables avec un préavis + les dépôts à terme d'une durée de deux ans au plus ;
- **La masse monétaire M3** = M2 + instruments financiers [22] émis par les IFM [6] et négociables sur les marchés financiers [10], tels que :
 - Les pensions (exemple : intérêts versés par un émetteur d'obligations vendues à un prix donné et rachetées à une échéance donnée à une valeur donnée) ;

- Les SICAV monétaires ;
- Les titres de créance à échéance de deux ans au plus ;
- Les certificats de dépôt, etc.

La connaissance des variations de M3 (agrégat appelé « argent disponible pour l'économie ») est indispensable à la prévision de l'inflation par la BCE.

[115] INSEE - Masses monétaires en France 1997 – 2007 <http://www.insee.fr/fr/ffc/figure/NATTEF08233.xls>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Éléments de M1											
Dépôts à vue	272.2	281.3	309.6	333.5	371.2	374.0	380.9	402.4	448.1	473.4	500.4
Billets et pièces	44.3	45.0	49.3	49.2	34.6	74.2	85.0	97.8	110.2	122.3	131.1
Éléments de M2 - M1											
Comptes sur livrets	258.8	273.8	274.0	274.6	294.3	319.9	351.8	377.5	392.6	416.7	437.6
Dépôts à terme de 2 ans ou moins	39.1	38.8	40.3	56.5	63.6	60.4	49.6	45.5	53.4	64.2	127.8
Autres	15.2	15.1	14.1	15.0	15.5	15.5	14.7	18.9	15.2	23.6	55.5
Éléments de M3 - M2											
Pensions	32.1	32.3	21.0	26.5	30.7	27.7	30.7	43.2	37.4	33.9	41.7
Titres d'OPCVM monétaires	148.2	147.4	166.8	187.9	218.0	237.8	260.6	282.5	303.9	345.2	340.4
Titres de créances émis à 2 ans ou moins	47.9	44.0	73.9	69.2	49.5	54.6	41.2	46.4	66.1	81.2	142.2
Autres	2.1	-3.5	-17.3	-13.5	0.5	-18.4	-28.1	-33.9	-31.4	-15.7	1.2
Prêts	994.0	1 009.9	1 067.5	1 167.8	1 222.8	1 258.2	1 318.4	1 403.7	1 527.5	1 683.4	1 900.9
<i>dont secteur privé</i>	<i>859.3</i>	<i>887.4</i>	<i>945.5</i>	<i>1 045.5</i>	<i>1 103.5</i>	<i>1 130.8</i>	<i>1 176.2</i>	<i>1 264.0</i>	<i>1 376.6</i>	<i>1 527.6</i>	<i>1 732.4</i>

Masses monétaires en France et prêts des banques et autres IFM [6] à l'économie 1997 – 2007 (milliards d'euros)

[116] Banque de France, octobre 2008 : "La monnaie, les placements et les financements" http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/evo_eco_fin/octobre_2008/mpf.pdf

[117] Banque centrale européenne (BCE), Eurosystem, zone euro, SEBC

- Base juridique, objectifs et missions, indépendance, transparence <http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/europe/page2a.htm>

Selon [130] pages 43-44 :

"L'objectif principal de l'Eurosystem, et de la politique monétaire unique dont il a la responsabilité, est de maintenir la stabilité des prix. De plus, et « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix », l'Eurosystem « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté », qui incluent « un niveau d'emploi élevé » et « une croissance durable et non inflationniste »."

- Indépendance de la BCE <http://www.ecb.int/ecb/orga/independence/html/index.fr.html>
- Zone euro ou Euroland (16 pays membres au 01/01/2009) <http://www.touteurope.fr/fr/actions/economie/euro/presentation/les-pays-membres-de-la-zone-euro.html>
- Eurosystem : c'est l'ensemble constitué par la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro. Depuis la création de la zone euro en 1998, la Banque de France n'est plus que la « branche française » de la Banque centrale européenne. <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.fr.html>
- Le Système européen des banques centrales (SEBC) est composé de la BCE et des banques centrales nationales de tous les États membres de l'UE, qu'ils aient ou non adopté l'euro.

Liens vers les 26 banques centrales du SEBC autres que la Banque de France <http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/europe/page9.htm>

[118] Banque de France, 29/11/2007 : "L'euro est-il inflationniste ?"

http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc_debat/numero1.pdf

Ce document montre, graphique à l'appui, que l'adhésion de la France à l'euro a amélioré la stabilité des prix et explique les origines de la perception erronée du public sur le fait que l'euro a entraîné une hausse des prix.

[119] INSEE, 03/10/2008 : "Salaires de base dans le secteur privé et dans la fonction publique d'État - Deuxième trimestre 2008"

http://www.insee.fr/fr/indicateur/indic_conj/donnees/salaires.pdf

[120] John Maynard Keynes, 1936 : "La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie"

http://classiques.ugac.ca/classiques/keynes_john_maynard/theorie_gen_emploi/theorie_emploi_monnaie_1.pdf

[121] INSEE, 29/12/2008 : "Comptes nationaux"

http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/doc_idconj_28.pdf

[122] Banque centrale européenne :

- Taux d'intérêt (page d'accueil)
http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/taux/interet.htm
- Taux du marché interbancaire de la zone euro
http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/taux/html/page3.htm

[123] Déficit du commerce extérieur des Etats-Unis de 1992 à 2007
<http://www.bea.gov/newsreleases/international/trade/tradnewsrelease.htm>

[124] Besoins de financement du gouvernement fédéral des Etats-Unis dû aux déficits budgétaires de 1974 (année qui suit le 1^{er} choc pétrolier) à 2007
<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=84&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1974&LastYear=2008&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no>

[125] Objectifs de taux de la Réserve fédérale des Etats-Unis (FED funds target rates) <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>
Contrairement à la BCE, dont la mission principale est la stabilité des prix [117], la FED a une triple mission :

- Stabilité des prix ;
- Croissance (donc emploi) ;
- Maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau bas.

[126] TreasuryDirect (site du « ministère des finances » des Etats-Unis, le "U.S. Department of the Treasury" <http://www.treas.gov/>).

TreasuryDirect est chargé notamment *d'emprunter environ 4 500 milliards de dollars par an pour financer les déficits et échéances diverses* :

- Page d'accueil – Titres et programmes du Trésor américain disponibles
<http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/products.htm>
- How Treasury Auctions Work (Principe de vente aux enchères des titres)
<http://www.treasurydirect.gov/instit/auctfund/work/work.htm>
http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tbonds/res_tbond_rates.htm
- Treasury bills (bons du Trésor à échéances allant de quelques jours à 1 an)
http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm
- Treasury notes (billets de trésorerie à échéances de 2 à 10 ans)
http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tnotes_glance.htm
- Treasury bonds (obligations du Trésor à 30 ans), etc.
- Recent Bill Auction Results (historique de ventes aux enchères récentes de bons du Trésor à moins d'un an) <http://www.treasurydirect.gov/RI/OFBills>

Fin 2008 – début 2009, par exemple, un bon de \$100 à 6 mois se vendait \$99.838 avec une remise de 0.32 % et rapportait 0.325 % par an : il y a des investisseurs qui acceptent donc de prêter des millions de dollars au Trésor

américain pratiquement sans intérêts, tant est grande leur confiance en lui et leur défiance à l'égard des fonds traditionnels !

- Recent Note, Bond, and Tips Auction Results (historique de ventes aux enchères récentes de titres à plus d'un an)
<http://www.treasurydirect.gov/RI/OFNtebnd>
Début 2009, un billet à 3 ans se vendait \$99.78 et rapportait 1.125 % par an.
- Intérêts moyens rapportés en décembre 2008 par des titres du Trésor américain
http://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2008/2008_12.htm
 - Bons à moins d'un an : 1.082 % *sur la durée totale du bon* ;
 - Billets à échéance de 2 à 10 ans : 3.802 % *sur la durée totale du bon* ;
 - Obligations à 30 ans : 7.038 % *sur la durée totale du bon*.

[127] TreasuryDirect : dette publique américaine
<http://www.treasurydirect.gov/NP/BPDLlogin?application=np>
Dette publique américaine totale au 8 janvier 2009 : 10 608 milliards de dollars.
Au 30/09/1995, cette dette n'atteignait que 4 974 milliards de dollars, moins de la moitié.

[128] Des titres du Trésor américain à intérêts négatifs !
<http://www.treasury.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>
Début 2009, certains titres du Trésor des Etats-Unis échangés sur le marché secondaire (c'est-à-dire en bourse, après l'émission initiale) ont été achetés par des investisseurs qui acceptaient un rendement négatif ! *Ils préféreraient payer le gouvernement américain pour garder leur argent plutôt que de prendre le risque de le laisser dans un fonds géré par une banque, qui ne rapportait que 1 % de plus mais avec un risque plus grand.*

[129] Financement de la dette publique américaine par des pays étrangers (18/11/2008) http://latimesblogs.latimes.com/money_co/2008/11/like-everyone-e.html
La Chine est devenue en septembre 2008 le premier détenteur étranger de titres du Trésor américain avec 585 milliards de dollars, devant le Japon avec 573 milliards de dollars.

Pour le seul mois de septembre 2008, les prêts étrangers au gouvernement des Etats-Unis ont atteint 66.2 milliards de dollars. A eux seuls, les Chinois ont acheté ce mois-là pour 43.6 milliards de dollars de titres du Trésor, dont 39.4 Treasury bills à moins d'un an.

[130] Banque centrale européenne, 2004 : "La politique monétaire de la BCE"
<http://www.banque-france.fr/fr/eurosystelnomot/bce/pmbce2004.pdf>
Cet ouvrage explique en détail comment la BCE travaille pour remplir sa mission principale de lutte contre l'inflation.

[131] BCE – Limites des projections macroéconomiques - Source : [130] pages 63-64.

La BCE utilise des modèles mathématiques de prévision macroéconomique dont elle cite les limites suivantes :

- La projection finale dépend, dans une large mesure, du cadre conceptuel sous-jacent et des techniques utilisées. Un tel cadre constitue une simplification de la réalité et risque, le cas échéant, de ne pas tenir compte des points importants pour la politique monétaire.
- Les projections économiques ne peuvent fournir qu'une description résumée de l'économie et ne comportent donc pas toutes les informations pertinentes. En particulier, des informations importantes, comme celles contenues dans les agrégats monétaires, ne s'intègrent pas facilement dans le cadre utilisé pour élaborer les projections, ou bien l'information peut changer après la finalisation des projections.
- Les opinions des experts sont inévitablement incorporées dans les projections et il peut exister de bonnes raisons d'être en désaccord avec certaines d'entre elles.
- Les projections reposent toujours sur des hypothèses spécifiques, comme celles concernant les cours du pétrole [145] ou les taux de change, qui peuvent être contestées ou évoluer rapidement, ce qui rend ces projections obsolètes.
- Le degré de fiabilité des prévisions a tendance à diminuer sensiblement à mesure que l'horizon de prévision s'éloigne. Dans certains cas, en particulier face aux incertitudes quant au caractère plus ou moins durable des variations de prix des actifs, il serait sans doute souhaitable pour une banque centrale de fixer les taux d'intérêt en fonction de ces évolutions qui pourraient, sinon, exercer une incidence sur la stabilité des prix bien au-delà des horizons de prévision conventionnels.
- Compte tenu des hypothèses qui sous-tendent généralement les modèles utilisés pour les prévisions, une banque centrale a tout intérêt à évaluer et à comparer la solidité des informations provenant de différentes sources. [...] Le recours à des projections doit dès lors toujours s'accompagner d'une analyse bien articulée et reposant sur une large gamme d'indicateurs des facteurs économiques à l'œuvre dans l'économie.

[132] BCE, 25/03/1999 : "L'euro, le dollar et les politiques nationales : quelles marges de manœuvre ?"

http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990325_2.fr.html

[133] OCDE Investment News, June 2008 -

<http://www.oecd.org/dataoecd/18/28/40887916.pdf>

(Voir aussi la statistique 2004-2006 <http://dx.doi.org/10.1787/386411353848>)

Voici le tableau des investissements directs étrangers (IDE) extrait de la page 2 :

	Inflows			Outflows		
	2006	2007	% change	2006	2007	% change
Australia	18.9	23.6	24.8	23.8	25.7	7.9
Austria	6.2	30.7	395.6	9.7	31.4	225.3
Belgium	63.9	39.1	-38.9	56.2	51.9	-7.7
Canada	69.0	107.4	55.6	45.2	49.5	9.3
Czech Republic	6.0	9.1	51.7	1.5	1.3	-9.1
Denmark	3.6	11.3	214.6	8.5	16.2	91.0
Finland	5.5	8.5	54.6	3.2	8.6	172.7
France	78.2	158.0	102.0	121.4	224.6	85.1
Germany	55.2	50.9	-7.7	94.8	167.5	76.7
Greece	5.4	1.9	-64.3	4.2	5.3	28.1
Hungary	6.8	5.6	-17.9	3.6	4.1	13.7
Iceland	4.0	3.8	-3.1	5.3	12.5	134.6
Ireland	-0.9	25.9	na	14.7	22.1	49.6
Italy	39.3	40.2	2.4	42.1	90.8	115.7
Japan	-6.5	22.5	na	50.2	73.5	46.4
Korea	3.6	1.6	-56.7	7.1	15.3	114.4
Luxembourg	125.0	118.8	-4.9	110.7	181.9	64.3
Mexico	19.2	23.2	20.8	5.8	8.3	43.4
Netherlands	8.0	99.5	1145.5	47.1	31.2	-33.9
New Zealand	8.0	2.9	-64.2	0.4	2.8	650.9
Norway	6.5	0.6	-90.7	21.1	11.2	-47.1
Poland	18.9	17.6	-7.1	8.9	3.2	-63.6
Portugal	11.3	5.6	-50.2	7.0	6.2	-10.8
Slovak Republic	4.2	2.9	-31.3	0.4	0.2	-44.7
Spain	26.9	53.4	98.5	100.3	119.6	19.3
Sweden	23.1	18.8	-18.6	22.0	36.7	66.4
Switzerland	26.3	40.4	53.7	69.9	51.0	-27.1
Turkey	19.9	22.0	10.3	0.9	2.1	127.4
United Kingdom	147.7	186.0	25.9	79.5	229.9	189.3
United States	242.0	237.5	-1.9	241.2	333.3	38.2
Total	1045.1	1369.2	31.0	1206.6	1817.9	50.7

**Investissements directs étrangers (IDE) dans les pays OCDE en milliards de dollars
(Inflows : entrées – Outflows : sorties)**

[134] Banque de France, novembre 2008 :

- "Facilités permanentes" http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/telechar/regle_poli/chapitre_4_fp.pdf
- "Les réserves obligatoires" http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/regle_poli/oeuvre/page1c.htm

[135] Sénat - Qui doit être appelé à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort ? <http://www.senat.fr/rap/r99-284/r99-28464.html> . Extrait :

« ...la BCE ne s'est pas vue explicitement confier le rôle de prêteur en dernier ressort dans la zone euro... »

[136] Union européenne - Les 4 critères de convergence pour l'introduction de l'euro imposés par l'article 121 paragraphe 1 du traité instituant la Communauté européenne (texte du 20/06/2006) - <http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l25014.htm>

- Stabilité des prix : le taux d'inflation d'un État membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1.5 % celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix sur l'année précédant l'examen de la situation de l'État membre.
- Déficit public annuel : ne doit pas dépasser 3 % du (PIB [7]).
- Dettes publiques : ne doit pas dépasser 60 % du (PIB).
- Taux d'intérêt nominaux à long terme : ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

[137] Agence France Trésor <http://www.francetresor.gouv.fr/>
L'Agence France trésor a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'Etat au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité.

Selon la page "Encours détaillé de la dette négociable"
http://www.aft.gouv.fr/aft_fr_23/dette_etat_24/principaux_chiffres_70/encours_detaille_dette_negociable_159/index.html, au 30/11/2008 la dette négociable de la France s'élevait à 1012.934 milliards d'euros et sa durée de vie moyenne était de 6 ans et 324 jours. Cette dette était détenue à 63 % par des non-résidents.

[138] Banque de France, Rapport annuel 2006 : "La Banque de France, acteur de la vie économique" http://www.banque-france.fr/asp/ouvrirpdf.asp?strurl=fr/publications/telechar/rapport/2006/c3_rapbdf06.pdf&title=Les%20missions%20et%20activités%20de%20la%20Banque%20de%20France

[139] Banque centrale européenne, novembre 2008 : "La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro" http://www.ecb.int/udl.html?doc_id=gendoc_fr

[140] Banque de France – Statistiques sur les opérations de politique monétaire – Opérations principales de refinancement (tableaux, historiques, graphiques)
http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/mopm/sor.htm

[141] Associations professionnelles du système bancaire

- Association française des banques et Fédération bancaire française
<http://www.afb.fr/Web/Internet/Intermain.nsf/DocumentsByIDWeb/67JKRC?OpenDocument&loglvl=66CEXX>

Adhérents :

<http://www.afb.fr/Web/Extranet/Members.nsf/MenuMembersAFBinternet?ReadForm>

- Association Française des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement : <http://www.afecei.asso.fr/Index.htm>

Liste des associations et établissements adhérents :

<http://www.afecei.asso.fr/instance.html>

Exemple: AFIC, Association française des investisseurs en capital

<http://www.afic.asso.fr/>

L'AFIC regroupe au 01/01/2008, selon la page

http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_presentation.htm

l'ensemble des structures de Capital Investissement installées en France :

- Sociétés de Capital Risque (SCR)
- Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)
- Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)
- Fonds d'Investissements de Proximité (FIP)
- Sociétés de gestion
- Sociétés de conseil
- Sociétés d'investissement
- Fonds de fonds.

L'AFIC compte également 200 membres associés issus de tous les métiers qui accompagnent et conseillent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats :

- Avocats
- Experts-comptables
- Commissaires aux comptes
- Auditeurs
- Conseil
- Banquiers
- Courtiers d'assurances
- Sociétés de services.

[142] Contrôle prudentiel (voir aussi [1])

Conseil d'analyse économique, 2008 : "La crise des subprimes"

http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/cgi-bin/brp/telestats.cgi?brp_ref=084000588&brp_file=0000.pdf

"La crise financière des subprimes [...] soulève des interrogations sur les avantages et les inconvénients des procédures de titrisation, sur le rôle des innovations financières dans le transfert des risques et donc leur traçabilité, sur le contrôle interne des risques et l'organisation même des systèmes de contrôle prudentiel et de supervision bancaire, sur le dispositif général de régulation bancaire et financière..."

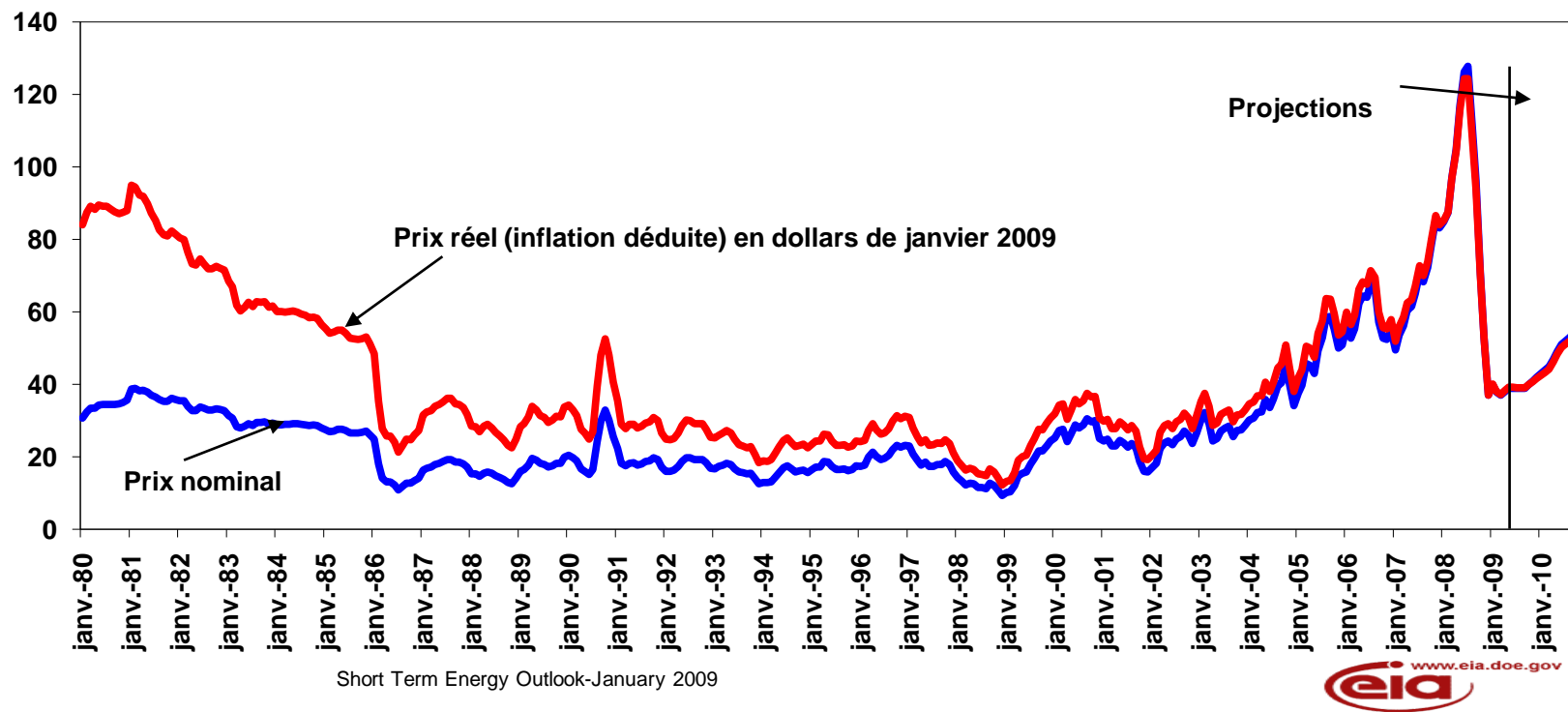
[143] INSEE, 2008 "Principaux indicateurs monétaires en France et dans la zone euro"

- http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?ref_id=NATTEF08233
- Tableau Excel de 1997 à 2007 <http://www.insee.fr/fr/ffc/figure/NATTEF08233.xls>

[144] Banque de France 11/12/2008 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'ensemble de l'industrie française de janvier 97 à novembre 2008
http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/enqconj/telnomot/en.m.n01.in.00nat.tutsm000.10.d.csv

[145] Ministère de l'énergie des Etats-Unis (DOE) - Prix du baril de pétrole importé depuis 1980

http://www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/fsheets/real_prices.xls



Prix du baril de pétrole importé aux Etats-Unis en dollars depuis 1980, nominal et réel en \$ de janvier 2009

[146] INSEE, décembre 2008 : "Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed" http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/decembre2008_d2.pdf
Ce texte montre que des spécialistes peuvent anticiper correctement les décisions de la BCE et de la Réserve fédérale des Etats-Unis, dont la logique est donc connue et stable.

[147] Banque du Japon, 14/01/2009 : taux d'intérêts des prêts des banques principales (Prime lending rates)

- Depuis 2001 http://www.boj.or.jp/en/type/stat/dlong/fin_stat/rate/prime.htm
- De 1989 à 2000
http://www.boj.or.jp/en/type/stat/dlong/fin_stat/rate/data/primeold2.htm

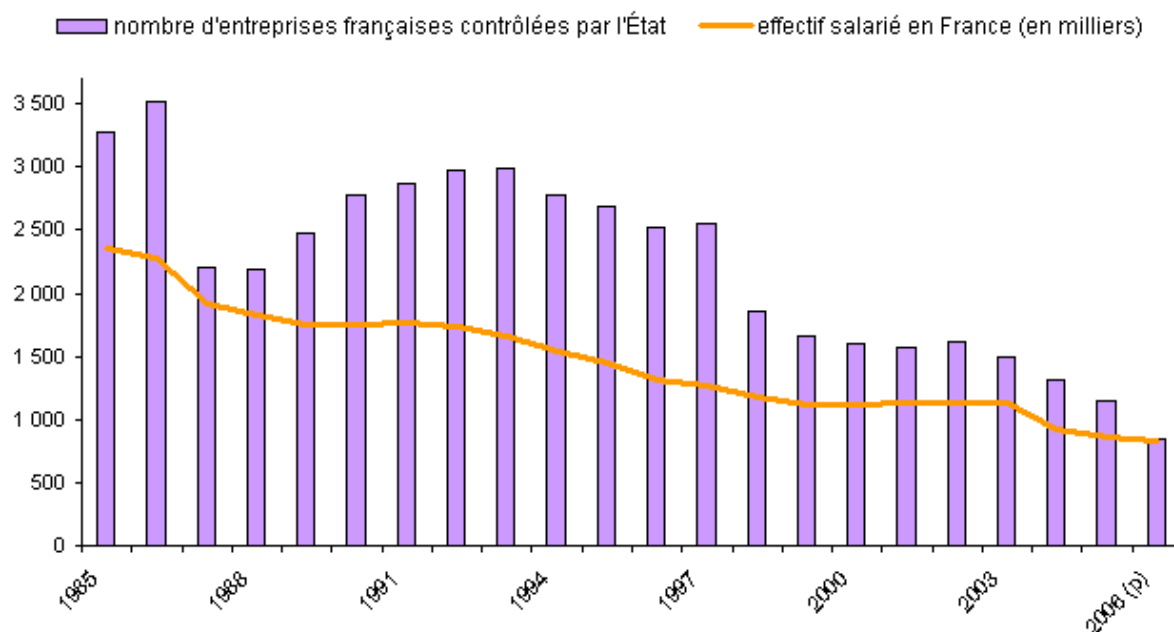
[148] AFII 2008 : - Rapport 2007 sur les investissements étrangers en France
http://www.invest-in-france.org/uploads/files-fr/08-02-21_090004_AFII_bilan_FR_BD.pdf

[149] André Comte-Sponville "Le capitalisme est-il moral ?" publié en 2007 aux éditions "Le livre de poche" et dont on trouvera un compte-rendu de lecture dans <http://www.danielmartin.eu/Philo/CapitalismMoral.htm>. Ce petit livre est remarquable par la quantité de choses qu'il nous apprend sur la morale et ses relations avec l'économie, en si peu de mots et avec autant de clarté. Son titre est en fait une question piège, car la réponse n'est pas « le capitalisme est moral » ou « le capitalisme est immoral », mais « le capitalisme est amoral », car les lois du système économique capitaliste n'ont aucun rapport avec les lois morales.

[150] Etat actionnaire - Ministère de l'Economie et des finances, Agence des participations de l'Etat <http://www.ape.bercy.gouv.fr/>

- INSEE : Entreprises contrôlées majoritairement par l'État au 31/12/2006
http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?reg_id=0&ref_id=NATTEF9302&page=graph

Entreprises contrôlées majoritairement par l'État



Source : répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État.
Données au 31 décembre.

Fin 2006, l'Etat contrôlait majoritairement 845 entreprises totalisant 834 000 salariés

- Liste des entreprises du portefeuille de l'Agence des participations de l'Etat
http://www.ape.minefi.gouv.fr/sections/rapports_sur_l_etat/rapport_de_l_etat_ac_9656/downloadFile/attachedFile_3/4-Annexes.pdf?nocache=1224181894.76
- Portefeuille des participations de l'Etat cotées en bourse (en millions d'€)
(10 entreprises valorisées 105.7 milliards d'euros au 14/01/2009)
http://www.ape.minefi.gouv.fr/sections/colonne_de_droite/consultez_le_portefe/downloadFile/attachedFile/ParticipationsCoteesEtat_14012009.pdf?nocache=1231966582.57

D'après la Cour des Comptes [151] page 7, la valorisation des participations cotées en bourse détenues par l'Etat est passée de 17.2 milliards d'euros en septembre 2002 à 191.9 milliards d'euros fin 2007 (13.5 % de la valorisation boursière totale des entreprises de l'indice CAC40).

- Rapport sur l'Etat actionnaire 2008
 - Panorama général
http://www.ape.minefi.gouv.fr/sections/rapports_sur_l_etat/rapport_de_l_etat_ac9656/downloadFile/attachedFile/1-Panorama_General.pdf?nocache=1224181668.55
 - Rapport complet
http://www.ape.minefi.gouv.fr/sections/rapports_sur_l_etat/rapport_de_l_etat_ac9656/downloadFile/attachedFile_1/2-Presentation_par_entreprises.pdf?nocache=1224181762.38

- Rapport "L'Agence des participations de l'État - l'État actionnaire" du 07/07/2005 http://www.minefi.gouv.fr/notes_bleues/nbb/nbb296/etat_actionnaire.pdf

Extraits

"S'agissant des entreprises publiques, le constat de carence le plus récent a été formulé par le rapport qu'un groupe d'experts, présidé par M Barbier de la Serre, a remis en mars 2003, à sa demande, au ministre de l'économie Francis Mer. Il pointait notamment la confusion des rôles remplis par l'État à l'égard des entreprises publiques, la personnalisation insuffisante de la fonction d'actionnaire, l'insuffisante clarté des orientations données aux dirigeants d'entreprises et paradoxalement une présence souvent excessive de l'État dans leur gestion quotidienne."

"...force est de constater que le poids dans l'économie française des plus grandes entreprises contrôlées majoritairement par l'État, demeure important et que plusieurs entreprises publiques sont devenues des acteurs majeurs et reconnus dans leur secteur d'activité."

"...les dérives de gestion des entreprises publiques ont été nombreuses..."

Conclusion

Les fonctionnaires français, à l'abri des conséquences d'éventuelles mauvaises décisions, n'ont jamais été capables de gérer une entreprise à la place des managers formés pour cela et qui courent un risque personnel.

[151] Cour des comptes www.ccomptes.fr/
Rapport public annuel de février 2008 <http://www.ccomptes.fr/fr/CC/Sommaire-19.html>

Extrait du texte de ce rapport intitulé : "L'Etat actionnaire : apports et limites de l'Agence des participations de l'Etat"
<http://www.ccomptes.fr/fr/CC/documents/RPA/1-agence-participations-Etat.pdf> :

"Des enquêtes conduites par la Cour sur l'Agence des participations de l'Etat, mais aussi sur les entreprises publiques, il ressort que, malgré les privatisations successives, l'Etat reste un actionnaire fondamentalement atypique, par le nombre et le poids de ses participations, mais surtout par la multitude des intérêts, souvent contradictoires, qu'il est amené à prendre en compte. Dans son organisation et ses processus de réflexion stratégique, de préparation des décisions et d'arbitrage, il peine à maîtriser les contradictions qui l'enserrent."

(Les contradictions que déplore la Cour des comptes résultent de la difficulté pour l'Etat français de piloter une économie administrée, tout en respectant les règles de l'économie de marché conformément à ses engagements dans le cadre de l'Union européenne.)

[152] Complexité de la législation française :
Au 1^{er} juillet 2007, la France avait 2619 lois contenant 22 324 articles, énoncés dans 61 codes de lois, plus 519 ordonnances comprenant 4138 articles (selon Legifrance http://www.legifrance.gouv.fr/html/statistiques_normatives/volume_droit_vigueur/page_accueil_droit_vigueur.htm).

Liste des 61 codes

CODE DE L'ACTION SOCIALE ET DES FAMILLES
CODE DE L'ARTISANAT
CODE DES ASSURANCES
CODE DE L'AVIATION CIVILE
CODE DES CAISSES D'EPARGNE
CODE CIVIL
CODE DE COMMERCE
CODE DES COMMUNES
CODE DE LA CONSOMMATION
CODE DE LA CONSTRUCTION ET DE L'HABITATION
CODE DE LA DEFENSE
CODE DE DEONTOLOGIE DES AGENTS DE POLICE MUNICIPALE
CODE DE DEONTOLOGIE DES ARCHITECTES
CODE DE DEONTOLOGIE DE LA PROFESSION DE COMMISSAIRE AUX COMPTES
CODE DE DEONTOLOGIE DE LA POLICE NATIONALE
CODE DISCIPLINAIRE ET PENAL DE LA MARINE MARCHANDE
CODE DU DOMAINE DE L'ETAT
CODE DU DOMAINE PUBLIC FLUVIAL ET DE LA NAVIGATION INTERIEURE
CODE DES DOUANES
CODE DE L'EDUCATION
CODE ELECTORAL
CODE DE L'ENTREE ET DU SEJOUR DES ETRANGERS ET DU DROIT D'ASILE
CODE DE L'ENVIRONNEMENT
CODE DE L'EXPROPRIATION POUR CAUSE D'UTILITE PUBLIQUE
CODE DE LA FAMILLE ET DE L'AIDE SOCIALE
CODE FORESTIER
CODE GENERAL DES COLLECTIVITES TERRITORIALES
CODE GENERAL DES IMPOTS, CGI
LIVRE DES PROCEDURES FISCALES
CODE GENERAL DE LA PROPRIETE DES PERSONNES PUBLIQUES
CODE DE L'INDUSTRIE CINEMATOGRAPHIQUE
CODE DES JURIDICTIONS FINANCIERES
CODE DE JUSTICE ADMINISTRATIVE
CODE DE JUSTICE MILITAIRE
CODE DE LA LEGION D'HONNEUR ET DE LA MEDAILLE MILITAIRE
CODE DES MARCHES PUBLICS (NOUVEAU)
CODE MINIER
CODE MONETAIRE ET FINANCIER
CODE DE LA MUTUALITE
CODE DE L'ORGANISATION JUDICIAIRE
CODE DU PATRIMOINE
CODE PENAL
CODE DES PENSIONS CIVILES ET MILITAIRES DE RETRAITE
CODE DES PENSIONS MILITAIRES D'INVALIDITE ET DES VICTIMES DE LA GUERRE
CODE DES PENSIONS DE RETRAITE DES MARINS FRANCAIS DU COMMERCE, DE PECHE OU DE PLAISANCE
CODE DES PORTS MARITIMES
CODE DES POSTES ET DES COMMUNICATIONS ELECTRONIQUES
CODE DE PROCEDURE CIVILE
CODE DE PROCEDURE PENALE
CODE DE LA PROPRIETE INTELLECTUELLE
CODE DE LA RECHERCHE
CODE DE LA ROUTE
CODE RURAL
CODE DE LA SANTE PUBLIQUE
CODE DE LA SECURITE SOCIALE
CODE DU SERVICE NATIONAL
CODE DU TOURISME
CODE DU TRAVAIL
CODE DU TRAVAIL MARITIME
CODE DE L'URBANISME
CODE DE LA VOIRIE ROUTIERE

A lui seul, le Code du Travail 2008 représente 3000 pages format 14 cm x 20 cm aux éditions Dalloz-Sirey. Cette édition inclut un CD-ROM pour faciliter la recherche et le copier-coller de textes.

Le code Civil 2009 (appelé *Méga code civil* par son éditeur Dalloz-Sirey) comprend 3374 pages et un CD-ROM. Une autre version, plus concise, ne comprend que 2745 pages en plus du CD-ROM...

Le site admi.net, lui, recense 71 codes... <http://admi.net/jo/codes.html>

En 30 ans, de 1978 à 2007 inclus, 10 558 décrets ont été publiés au Journal Officiel d'après Legifrance.

http://www.legifrance.gouv.fr/html/statistiques_normatives/statistiques%20SGG%20juillet%202007/evolution%20decrets.htm

[153] INSEE – Enquêtes d'opinion fin 2008

- 12/01/2009 : "Enquête de trésorerie dans l'industrie – Décembre 2008"
http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/tresorerie.pdf
- 14/11/2008: "Enquête sur les investissements dans l'industrie - Octobre 2008"
http://www.insee.fr/fr/indicateur/indic_conj/donnees/doc_idconj_15.pdf .

Extrait :

"Pour l'année 2009, les chefs d'entreprises anticipent dans leur première prévision une baisse des dépenses d'équipement de 4 % dans l'ensemble de l'industrie et de 3 % dans l'industrie manufacturière."

[154] INSEE, 06/01/2009 : "Enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages - Décembre 2008"

http://www.insee.fr/fr/indicateur/indic_conj/donnees/doc_idconj_20.pdf

[155] Adam Smith - "Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations" (1776)

- Introduction et plan de l'ouvrage -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/richeesse_des_nations_intro.html
- Livre I -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_1/richeesse_des_nations_1.pdf
- Livre II -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_2/richeesse_nations_L2.html
- Livre III -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_3/richeesse_des_nations_3.pdf
- Livre IV -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_4/richeesse_des_nations_4.pdf
- Livre V -
http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_5/richeesse_des_nations_5.pdf

[156] La documentation française – "Théories économiques : Concurrence, marchés, réglementation" <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/problemes-economiques/theories/concurrence.shtml>

[157] INSEE 2007 : Dépenses des administrations publiques au sein de l'Union européenne
http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?reg_id=98&ref_id=CMPTEF08311

[158] Loi française sur la création volontariste d'emplois après un licenciement :

- "Des procédures de licenciement économique extrêmement contraignantes" : <http://www.danielmartin.eu/Cours/Lutte-Chomage.htm#LicenciementEconomique>
- Loi n° 2005-32 du 18 janvier 2005 adoptée par le gouvernement (de droite) Raffarin : <http://www.danielmartin.eu/Cours/Lutte-Chomage.htm#Aveuglement>
- Le tribunal des prud'hommes d'Evreux a condamné le 07/01/2009 la société multinationale Philips à payer 7 semaines de grève et 5000 € de dommages et intérêts chacun à 147 salariés licenciés, soit plus d'un million d'euros. Les juges ont reconnu que l'entreprise Philips EGP a organisé elle-même son déficit pour accélérer la délocalisation de la production d'un site qui réalise des bénéfices. [http://www.europe1.fr/Info/Actualite-France/Justice/Des-salaries-obtiennent-le-paiement-de-jours-de-greve/\(gid\)/193162](http://www.europe1.fr/Info/Actualite-France/Justice/Des-salaries-obtiennent-le-paiement-de-jours-de-greve/(gid)/193162)

[159] "Travail ou Capital ? - La fonction de production"
<http://www.danielmartin.eu/Cours/Capital-Travail.htm>

[160] Théorie des avantages comparatifs : voir le petit texte "L'intérêt du commerce international libre" <http://www.danielmartin.eu/Cours/Ricardo.htm> .

[161] Livre de Daniel MARTIN (520 pages)

**"Le déterminisme étendu pour mieux comprendre et prévoir
Un pont entre science et philosophie pour la pensée rationnelle"**

<http://www.danielmartin.eu/Philo/Determinisme.pdf>
<http://www.danielmartin.eu/Philo/Determinisme.htm>

Une synthèse de cet ouvrage est publiée en 36 pages dans le texte

"Apports du déterminisme étendu à la pensée rationnelle"

<http://www.danielmartin.eu/Philo/Resume.pdf>
<http://www.danielmartin.eu/Philo/Resume.htm>

[162] "Assurance auto : vive la concurrence !"
<http://www.danielmartin.eu/Economie/Assurance-auto.htm>

[163] Les Echos "Subprime : la suspension de trois fonds BNP Paribas ravive l'inquiétude des marchés" -
<http://archives.lesechos.fr/archives/2007/lesechos.fr/08/09/300194011.htm>

Citations :

"Le leader bancaire français vient d'annoncer la suspension temporaire du calcul de la valeur liquidative de trois fonds composés d'Asset Backed Securities (ABS), des titres adossés à des portefeuilles de créances, notamment hypothécaires - Parvest Dynamics ABS, BNP Paribas ABS Euribor, BNP Paribas ABS Eonia. La raison : "la disparition de toute transaction sur certains segments du marché de la titrisation aux Etats-Unis conduit à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi totale des actifs figurant dans les portefeuilles des fonds quelle que soit leur qualité ou leur rating", explique un communiqué."

"Entre le 27 juillet et le 7 août - date de la suspension de valorisation -, les trois fonds ont vu leur valeur totale plonger de quelque 23 %, à 1.6 milliard d'euros. Destinés aux investisseurs institutionnels, ils sont composés à hauteur d'un tiers en moyenne d'ABS adossés à des crédits immobiliers dit "subprime", c'est-à-dire octroyés à des ménages américains modestes et peu solvables."

[164] Livre de Francis Mer : « Vous, les politiques... », Editions Albin Michel
<http://www.danielmartin.eu/Economie/FrancisMer.htm>

[165] "La valeur des choses" <http://www.danielmartin.eu/Cours/Valeur.htm>

[166] *Le Figaro économie* du 18/12/2006, citant des chiffres de l'Institut français de la mode http://www.ifm-paris.com/asp/fr2/0_home.asp

[167] Statistiques du 21/01/2009 de
<http://www.economagic.com/mgif/M830204020202050313228197682499.gif>

[168] Statistiques du 21/01/2009 de
<http://www.economagic.com/gif/g83020402020205033629364292026287317.gif>

[169] Banque de France, 05/02/2009 : "Zone euro - Principaux indicateurs économiques et financiers"
http://www.banque-france.fr/asp/ouvrirpdf.asp?strurl=fr/stat_conjoncture/telnomot/zoneeuro/zoneeuro.pdf&title=Les%20chiffres%20clés%20sur%20la%20zone%20euro

[170] Exemples de prêts subprime accordés à des emprunteurs à revenus beaucoup trop faibles et de sous-évaluation des risques de défaut :

- *The New York Times* – 25/09/2008: "Government Seizes WaMu and Sells Some Assets" http://www.nytimes.com/2008/09/26/business/26wamu.html?_r=1
Washington Mutual, la plus grande caisse d'épargne des Etats-Unis, victime de la plus grande faillite bancaire de tous les temps, vient d'être nationalisée et revendue en quasi-totalité à JPMorgan Chase.
- *The New York Times* – 28/12/2008: "By Saying Yes, WaMu Built Empire on Shaky Loans"
[http://www.nytimes.com/2008/12/28/business/28wamu.html?th=&emc=th&pageanted=print](http://www.nytimes.com/2008/12/28/business/28wamu.html?th=&emc=th&pagewanted=print)

[171] Fannie Mae "Economics and Mortgage Market Analysis", 15/12/2008
http://www.fanniemae.com/media/pdf/economics/2008/Summary_121908.pdf
Voir sa nationalization en [173].

[172] *The New York Times*, 23/01/2009: "Thain Resigns Amid Losses at Bank of America"
<http://www.nytimes.com/2009/01/23/business/23thain.html?th=&emc=th&pagewanted=print>

Citation:

"To purge Merrill of its toxic assets, Mr. Thain ended up selling billions of dollars of soured investments for pennies on the dollar." (Pour purger le bilan de Merrill Lynch de ses actifs toxiques, M. Thain [son président] finit par vendre des milliards de dollars d'investissements qui avaient tourné mal pour quelques centièmes de leur valeur).

[173] Nationalisation de AIG, Freddie Mac et Fannie Mae
The New York Times, 16/09/2008: "Fed's \$85 Billion Loan Rescues Insurer"
<http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/17insure.html>

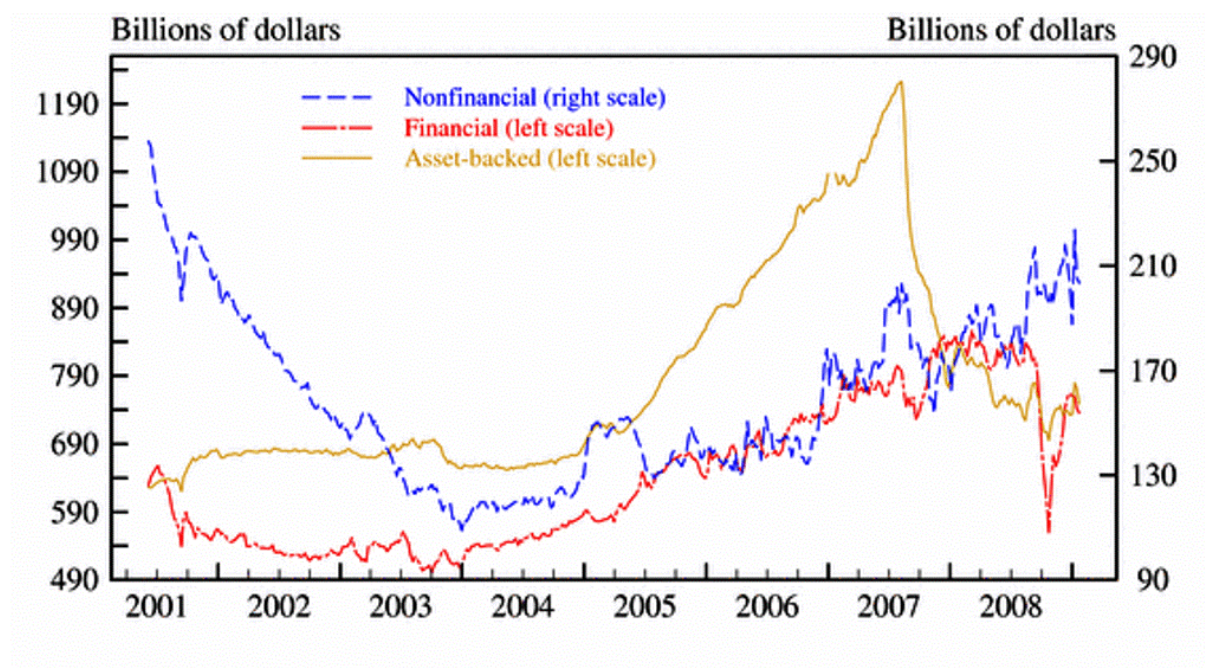
La Réserve fédérale a nationalisé AIG, la plus importante compagnie d'assurances des Etats-Unis, au prix de 85 milliards de dollars, devenus par la suite 152 milliards de dollars.

Cette décision fait suite à la nationalisation, deux semaines auparavant, de [Freddie Mac](#) et [Fannie Mae](#) les deux sociétés d'assurance et de refinancement de prêts hypothécaires à [cahier des charges fédéral](#) (voir plaquette sur Fannie Mae et le crédit hypothécaire aux Etats-Unis http://www.fanniemae.com/media/pdf/fannie_mae_introduction.pdf).

[174] Restrictions de crédit aux entreprises américaines au 2^{ème} semestre 2008 :

- *The New York Times* – 28/07/2008: "Worried Banks Sharply Reduce Business Loans"
http://www.nytimes.com/2008/07/28/business/economy/28credit.html?_r=2&pagewanted=print
- *The New York Times*, 26/09/2008: "Credit Enters a Lockdown"
<http://www.nytimes.com/2008/09/26/business/26assess.html?pagewanted=print>

[175] Réserve fédérale, 22/01/2009: "Commercial Paper" (prêts à court terme de la FED : 1 à 90 jours) <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/>



Encours total de crédit aux Etats-Unis de 2001 à 2009 en milliards de dollars :
- échelle de droite (en bleu) : crédits à court terme aux entreprises non financières
- échelle de gauche (en rouge) : crédits au secteur financier
- échelle de gauche (en brun) : crédits adossés à divers actifs

On voit que :

- Entre le pic de mi-2007 et le début de 2009, le total des crédits adossés à divers actifs (dont les crédits subprime font partie) est passé de 1220 milliards de dollars à 760 milliards de dollars : baisse de 38 %;
- Au 3^{ème} trimestre 2008, les crédits au secteur financier sont passés de 840 milliards de dollars à 580 milliards de dollars : baisse de 31 %;
- A part une baisse au 2^{ème} trimestre 2008, les crédits à l'économie ont augmenté en 2008 au rythme habituel.

[176] *The New York Times*, 18/07/2007 : "Bear Stearns Says Battered Hedge Funds Are Worth Little"
<http://www.nytimes.com/2007/07/18/business/18bond.html?pagewanted=print>
Deux hedge funds [15], *High-Grade Structured Credit Strategies Fund* et *High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*, dont la somme des valeurs était montée jusqu'à 16 milliards de dollars, et qui valaient encore environ 1.5 milliards de dollars fin 2006, ne valaient à peu près plus rien 6 mois après. Voir aussi [178].

[177] *The New York Times*, 13/01/2009 : "A.I.G. Moves Ahead With Asset Disposals, Report Says" (AIG se défait de divers actifs)

<http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/01/13/aig-moves-ahead-with-asset-disposals-report-says/?scp=3&sq=AIG&st=cse>

[178] *The New York Times*, 17/03/2008: "JPMorgan Pays \$2 a Share for Bear Sterns" http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17bear.html?_r=1

[179] *Le Figaro* des 24 et 25/01/2009 "Henri Guaino : « Pourquoi il faut refonder le capitalisme » <http://www.lefigaro.fr/politique/2009/01/23/01002-20090123ARTFIG00638-henri-guaino-pourquoi-il-faut-refonder-le-capitalisme-.php>

[180] *The New York Times*, janvier 2009: "Lehman Brothers Holdings Inc." http://topics.nytimes.com/topics/news/business/companies/lehman_brothers_holdings_inc/index.html

Le 14/09/2008, cette grande et prestigieuse banque d'affaires, fondée en 1850, demanda sa mise en liquidation suite à d'énormes pertes sur le marché du financement des prêts hypothécaires et une perte de confiance des investisseurs, dont aucun ne voulait la racheter. Sa dette nette atteignait 155 milliards de dollars.

Sa descente aux enfers avait commencé à l'été 2007 avec la crise des prêts subprime et des instruments financiers [22] associés, dans lesquels elle avait énormément investi.

Le 04/09/2008, JPMorgan Chase, à qui Lehman devait de l'argent, estima que les garanties offertes par Lehman pour cet argent étaient insuffisantes et demanda 5 milliards de dollars en espèces ou actifs liquides, puis encore plus d'argent la semaine suivante, bien plus que Lehman ne pouvait payer.

Le 09/06/2008, Lehman annonça une perte au 2^e trimestre de 2.8 milliards de dollars, très au-dessus des attentes des analystes ; aucun investisseur ne voulut lui apporter du capital.

Le 10/09/2008, Lehman annonça une perte au 3^e trimestre de l'ordre de 3.9 milliards de dollars avec des provisions de 5.6 milliards de dollars, et la décision de revendre des actifs immobiliers.

Quelques jours après, le Trésor des Etats-Unis refusa de la renflouer, pensant que *cela coûterait très cher et qu'il fallait faire un exemple*, en refusant de sauver un établissement financier qui avait eu le tort de trop emprunter pour prêter sur le marché du financement des prêts hypothécaires subprime.

L'effondrement de Lehman Brothers, 4 mois après Bear Stearns [178], eut un immense retentissement sur les marchés financiers, provoquant une perte panique de confiance due aux incertitudes concernant la valeur de tous les actifs financiers contenant des prêts hypothécaires.

La division marchés de capitaux de Lehman fut rachetée par la banque britannique [Barclays](#) pour 1.75 milliards de dollars, un prix cassé ; d'autres activités en Europe, au Moyen-Orient et en Asie furent rachetées par le japonais [Nomura](#).

[181] *Le Figaro économie* du 26/01/2009, citant Eurostat.

[182] moneycentral.msn le 28/01/2009 : Evolution des deux principaux indices de la bourse de New York du 01/07/2007 au 20/01/2009

<http://moneycentral.msn.com/investor/charts/chartdl.aspx?PT=7&compsyms=&CB=1&D4=1&DD=1&D5=0&DCS=2&MA0=0&MA1=0&CP=1&C5=7&C5D=1&C6=2007&C7=1&C7D=20&C8=2009&C9=-1&CF=0&D7=&D6=&showchartbt=Redraw+chart&symbol=%24indu&nocookie=1&SZ=0>

[183] boursier.com 28/01/2009 : Evolution de l'indice CAC40 de la bourse de Paris de fin février 2008 à fin janvier 2009

<http://www.boursier.com/vals/FR/index/fr0003500008-graphique-historique-cac+40.html>

[184] *The New York Times* du 07/10/2008: "Central Banks Coordinate Global Cut in Interest Rates"

http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?_r=1&pagewanted=print

[185] FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation)

<http://www.fdic.gov/about/index.html>

FDIC est une agence indépendante (comme la Réserve fédérale) créée par le Congrès qui assure les dépôts dans les banques et autres institutions financières, qu'elle est chargée de superviser.

Les Etats-Unis offrent donc, comme la France, une garantie aux déposants et créiteurs de ne pas perdre leurs dépôts ou crédits même si une banque fait faillite. La garantie est limitée à \$250 000 *par compte* aux Etats-Unis et 100 000€ en France.

[186] Sur les banques recapitalisées qui rechignent toujours à prêter :

The New York Times du 25/10/2008: "So When Will Banks Give Loans?"

http://www.nytimes.com/2008/10/25/business/25nocera.html?_r=1&pagewanted=print

Sur les manœuvres du Trésor américain pour favoriser l'absorption de petites banques, trop faibles pour être sauvées, par de plus grandes en utilisant une partie des 700 milliards de dollars votés par le Congrès : *The New York Times* du 21/10/2008 : "U.S. Is Said to Be Urging New Mergers in Banking"

http://www.nytimes.com/2008/10/21/business/21plan.html?_r=1&pagewanted=print

[187] AMF (Autorité des marchés financiers) <http://www.amf-france.org/>

[188] Les pertes des Caisses d'épargne et de leur filiale Natixis. Citations :

▪ Capital.fr du 20/01/2009

<http://www.capital.fr/Actualite/Default.asp?source=AO&numero=1015794&Cat=SOE> .

"Le groupe Caisse d'épargne devrait afficher une perte consolidée de l'ordre du milliard d'euros selon les informations de L'Agefi. Les dirigeants de l'Ecureuil auraient reconnu que les pertes sur les neuf premiers mois de l'année

atteignaient un milliard selon le quotidien. «L'ardoise pourrait s'alourdir au dernier trimestre», estime L'Agefi. **Ces pertes importantes seraient liées en grande partie à la perte de trading de 751 millions d'euros de Natixis (KN), la filiale que la banque détient conjointement avec les Banques populaires.**»

- LeMonde.fr du 09/01/2009 "Natixis pourrait afficher des pertes de 2 milliards d'euros en 2008" http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2009/01/09/natixis-pourrait-afficher-des-pertes-de-2-milliards-d-euros-en-2008_1139732_1101386.html

[189] Médiateur du crédit <http://www.mediateurducredit.fr/>

Le médiateur du crédit, annoncé par le président Sarkozy dans son discours de 23/10/2008, a pour mission d'intervenir auprès des établissements de crédit pour le compte d'entreprises qui n'arrivent pas à obtenir d'eux un financement.

Il n'a aucun pouvoir, ces établissements pouvant tout simplement ignorer ses demandes lorsqu'ils ne redoutent pas la pression médiatique à laquelle un refus de crédit demandé par son intermédiaire peut amener.

[190] FMI (Fonds monétaire international) 28-01-2009 : "La crise mondiale met la politique à rude épreuve"
<http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2009/update/01/pdf/0109f.pdf>

[191] Jean Bodin (1530-1596) : "La Réponse de Maistre Jean Bodin, avocat en la cour, au paradoxe de M. de Malestroit touchant l'enchérissement de toutes choses, et le moyen d'y remédier".

("Discours de Jean Bodin sur le rehaussement et diminution des monnaies, tant d'or que d'argent, & le moyen d'y remédier : & réponse aux Paradoxes de Monsieur de Malestroit", 1578 : ftp://ftp.bnf.fr/008/N0083422_PDF_1_149.pdf)

[192] Relation entre taux de chômage et salaires. Courbe de Phillips
Voir "Cours d'économie pour citoyens qui votent, tome 1 : PIB et emploi"
<http://www.danielmartin.eu/Cours/Cours-Economie.htm#Phillips>

[193] "Inégalités : courbe de Lorenz, indice de Gini"
<http://www.danielmartin.eu/Cours/Gini.htm>

[194] Sénat : projet de loi "RECAPITALISER LES BANQUES VIA UN EMPRUNT GARANTI PAR L'ETAT" <http://www.senat.fr/rap/108-023/108-0239.html>

[195] "L'économie française en question - Dette publique, déficit budgétaire, prélèvements obligatoires : comment concilier des exigences contradictoires ?" (04/10/2008) http://www.ladocumentationfrancaise.fr/spip/IMG/pdf_347-le-cacheux.pdf .

Le traité de Maastricht de l'Union européenne (que la France a signé) impose des limites au déficit budgétaire (3 % du PIB) et à la dette nationale (60 % du PIB).

[196] Contrat de transition professionnelle
http://www.adai13.asso.fr/fiches/pro/pro_ctp.htm

Le contrat de transition professionnelle permet à des salariés, touchés par un licenciement économique de leur entreprise, de sécuriser leur parcours professionnel après la rupture du contrat de travail, et de leur offrir plus de garanties d'accompagnement et de sécurisation financière.

- [197] Interventions de l'Etat pour favoriser le développement économique et l'emploi : voir <http://www.danielmartin.eu/Cours/Lutte-Chomage.htm#FavoriserDeveloppement>
- [198] Milton Friedman, prix Nobel d'économie 1976 : "La théorie quantitative de la monnaie. Une nouvelle présentation" (1956)
- [199] U.S. Bureau of Economic Analysis, statistiques au 30/01/2009 : <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2009/pdf/gdp408a.pdf>
- [200] INSEE 02/02/2009 : déficits publics depuis 1970 au sens de Maastricht http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_annu/base_2000/secteurs_inst/xls/t_3346.xls
- [201] INSEE 02/02/2009 : variations du PIB et de l'emploi salarié en France
- Variations trimestrielles du PIB en France http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_trim/series/t_900_22_12.xls
 - Variations trimestrielles de l'emploi total en France http://www.indices.insee.fr/bsweb/servlet/bsweb?action=BS_SERIE&BS_IDBAN_K=000609664&BS_IDARBO=02040000000000
 - Variations trimestrielles du chômage en France http://www.indices.insee.fr/bsweb/servlet/bsweb?action=BS_SERIE&ONGLET=2&BS_IDBANK=001505097
- [202] INSEE 02/02/2009 : évolutions de la productivité horaire [19] en France (1970-2006) (valeur ajoutée / heures travaillées) http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_annu/base_2000/biens_services/xls/t_2211.xls
- [203] INSEE 23/01/2009 : Enquêtes mensuelles de conjoncture auprès des entreprises - Janvier 2009 http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/eme.pdf
- [204] Joseph R. Mason et Joshua Rosner : "How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?" (15/02/2007) http://www.hudson.org/files/publications/Mason_RosnerFeb15Event.pdf
- [205] lesoir.be 21/09/2009: "HSBC donne le coup d'envoi de la crise" http://www.lesoir.be/dossiers/la_crise_bancaire_pour_les_nuls/article_683757.shtml
- [206] *The New York Times* du 02/02/2009: "Big Risks for U.S. in Trying to Value Bad Bank Assets" http://www.nytimes.com/2009/02/02/business/economy/02value.html?_r=1&th=&emc=th&pagewanted=print

[207] Site du Premier ministre le 09/12/2008 : détails du plan relance de 26 milliards d'euros http://www.premier-ministre.gouv.fr/information/questions_reponses_484/plan_relance_economie_francaise_61910.html . Citation:

- "26 milliards d'euros : c'est le montant total du plan de relance de l'économie française annoncé le 04/12/2009 à Douai, soit 1,3 % du PIB.
- 11,4 milliards d'euros : c'est le montant destiné au soutien à la trésorerie des entreprises.
- 10,5 milliards d'euros : c'est le total des investissements directs publics du plan.
- 1,8 milliard d'euros : c'est le montant destiné au soutien du logement."

Comme $11.4+10.5+1.8 = 23.7$ et non 26, le compte n'y est pas...

[208] Standard & Poor's, première agence de notation mondiale
http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/fr/eu/page.siteselection/site_selection/1,1,1,1,1,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html

[209] *The New York Times* du 29/12/2008: "Savings and Loan Associations"
http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/s/savings_and_loan_associations/index.html?inline=nyt-classifier

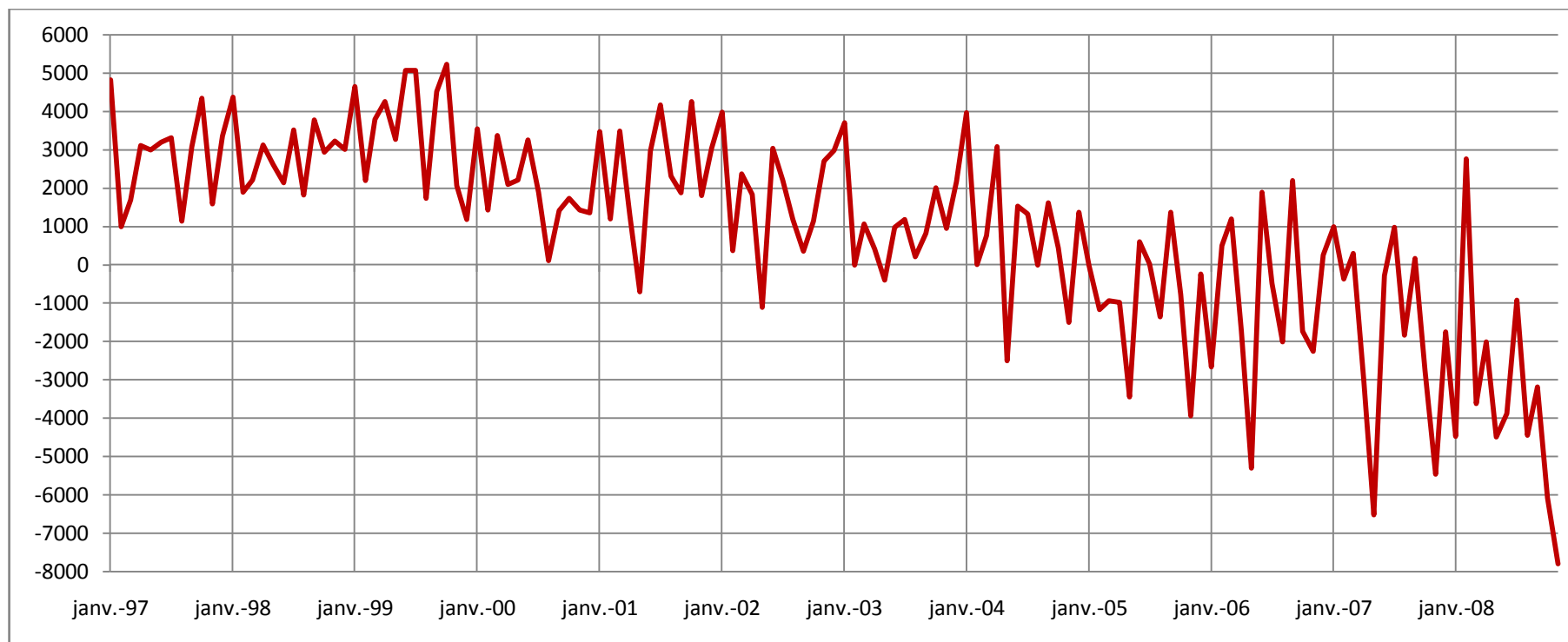
[210] Assemblée nationale - Projet de loi de finances (PLF) 2008
<http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/projets/pl0189.pdf>
La TVA nette y est estimée à 131.1 milliards d'euros

[211] La taxe professionnelle et ses trois taxes additionnelles

- Impots.gouv.fr, 06/02/2009 :
http://doc.impots.gouv.fr/aida2007/brochures_idl2007/lienBrochure.html?ud_050.html#dgibro.idl2007
- APCE (agence pour la création d'entreprises)
<http://www.apce.com/index.php?pid=850>

La taxe professionnelle rapporte chaque année environ 8 milliards d'euros aux collectivités locales.

[212] INSEE, statistiques du commerce extérieur français 06/02/2009
http://www.indices.insee.fr/bsweb/servlet/bsweb?action=BS_SERIE&ONGLET=2&BS_IDBANK=001002700



Solde trimestriel du commerce extérieur français de janvier 1997 à novembre 2008 en millions d'euros (les valeurs négatives représentent un déficit) : on voit la perte progressive de compétitivité de la France

[213] *The New York Times* du 07/02/2009: Editorial "Disappearing Jobs"
<http://www.nytimes.com/2009/02/07/opinion/07sat1.html?th=&emc=th&pagewanted=print>

Dans *The New York Times*, un éditorial non signé engage toute la rédaction du quotidien ; il est particulièrement important car destiné à servir de texte de référence.

[214] U.S. Bureau of Labor statistics, le 07/02/2009: historique du taux de chômage
http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet?data_tool=latest_numbers&series_id=LNS1400000

[215] Banque de France 02/08/2007 : "La crise des subprime"
<http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/163edito.pdf>

[216] Assemblée nationale - "Rapport du 5 novembre 2008 relatif à la crise financière internationale" <http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rap-info/i1235.pdf>

[217] "Cours d'économie pour citoyens qui votent, tome 2 : Mondialisation et délocalisations"
<http://www.danielmartin.eu/Cours/CoursT2.htm#DefinitionMondialisation>

[218] Institute of International Finance, 27/01/2009 : "Capital Flows to Emerging Market Economies" <http://www.iif.com/download.php?id=+130eNm7tXk=>

[219] Programme des Nations unies pour le développement (PNUD)
<http://www.undp.org/french/>

[220] INSEE 12/01/2009 : "Enquête de trésorerie dans l'industrie - Décembre 2008" http://www.insee.fr/fr/indicateurs/indic_conj/donnees/tresorerie.pdf

[221] FMI (Fonds monétaire international), 29/12/2008 : "Fiscal Policy for the Crisis" <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/122308.pdf>

Extrait du résumé pour les décideurs :

"The optimal fiscal package should be timely, large, lasting, diversified, contingent, collective, and sustainable:

- *timely, because the need for action is immediate;*
- *large, because the current and expected decrease in private demand is exceptionally large;*
- *lasting, because the downturn will last for some time;*
- *diversified, because of the unusual degree of uncertainty associated with any single measure;*
- *contingent, because the need to reduce the perceived probability of another "Great Depression" requires a commitment to do more, if needed;*
- *collective, since each country that has fiscal space should contribute;*

- *and sustainable, so as not to lead to a debt explosion and adverse reactions of financial markets.*

Looking at the content of the fiscal package, in the current circumstances, spending increases, and targeted tax cuts and transfers, are likely to have the highest multipliers. General tax cuts or subsidies, either for consumers or for firms, are likely to have lower multipliers."

[222] Banque de France, 05/12/2008 : "L'impact macroéconomique des crises bancaires" http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/autres_telechar/impact_macro_crise_bancaire.pdf

[223] *The New York Times* du 09/02/2009: "U.S. Bank Bailout to Rely in Part on Private Money"
http://www.nytimes.com/2009/02/09/business/09bailout.html?_r=1&th=&emc=th&pagewanted=print

[224] Statistiques de l'OCDE, 2007:
http://fiordiliji.sourceoecd.org/pdf/fact2007_fre/02-02-01.pdf

[225] Banque de France, 21/10/2008 : "Réflexions sur la crise"
<http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2008/disc20081020.pdf>

[226] FMI - Base de données économiques le 09/02/2009 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselco.aspx?g=2001&sq=All+countries>

Le PIB mondial 2008 est estimé à 62 141 milliards de dollars, dont 14 334 milliards de dollars pour les seuls Etats-Unis.

[227] *The New York Times*, 01/02/2009 : "February Blues After the Worst of Januarys"
http://www.nytimes.com/2009/02/02/business/economy/02markets.html?_8br=&pagewanted=print

[228] Capitalisation boursière

- Bourse de New York (NYSE) - Capitalisation boursière totale en 2006 des sociétés américaines et étrangères : 25 000 milliards de dollars.
<http://www.nyxdata.com/nyxedata/Default.aspx?tabid=115>
- Capitalisation boursière des plus grandes banques du monde en milliards de dollars : pertes entre le 2^{ème} trimestre 2007 et le 20/01/2009
<http://www.portfolio.com/images/feeds/blogs/bankchart2.jpg>
- Natixis – Flash marchés 20/11/2008
http://www.gestionprivee.banquepopulaire.fr/gpfr/liblocal/docs/News%20eco/FLASH_2008-20-11-2008.pdf

[229] FMI, avril 2008 – Indicateurs de vulnérabilité
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/vulf.htm>

[230] U.S. Congressional Budget Office, Jan. 2009: "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2009 to 2019"
<http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9957/01-07-Outlook.pdf>

[231] Plan de renflouement du système bancaire américain de 2.5 trillions de dollars. Compte-rendu et éditorial non signé du *New York Times* du 11/02/2009 :

- "Bailout Plan: \$2.5 Trillion and a Strong U.S. Hand"
http://www.nytimes.com/2009/02/11/business/economy/11bailout.html?_r=1&th=&emc=th&pagewanted=print
- "The Bailout's Next Chapter"
<http://www.nytimes.com/2009/02/11/opinion/11wed1.html?th=&emc=th&pagewanted=print>

[232] Securities and Exchange Commission (S.E.C.)

- Page d'accueil : <http://www.sec.gov/>
- Mission : http://www.sec.gov/2008annual/SEC_2008annual_purpose.htm
- Rapport annuel 2008 : <http://www.sec.gov/2008annual/index.htm>
- Actions pendant la crise financière : <http://www.sec.gov/news/press/sec-actions.htm>

[233] INSEE, 13/02/2009 : Indice de la production industrielle
http://www.indices.insee.fr/bsweb/servlet/bsweb?action=BS_SERIE&ONGLET=2&BS_IDBANK=000854770

[234] Oséo, 13/02/2009 : http://www.oseo.fr/notre_mission/qui_sommes_nous

- Plaquette :
<http://www.planderelance.oseo.fr/content/download/49125/789161/file/Plan%20de%20relancePDF.pdf>
- Bilan 2008 et engagements 2009 :
http://www.oseo.fr/la_un/actualites/oseo_bilan_2008_et_engagements_pour_2009

[235] Total – Résultats 2008 et Perspectives, 12/02/2009
http://www.total.com/static/fr/medias/topic3406/Total_2008_resultats_persp_090212_cp.pdf

[236] Détails du plan de relance américain de 787 milliards de dollars (02/2009)
http://www.nytimes.com/2009/02/14/us/politics/14stimintro.ready.html?_r=1&pagewanted=print

[237] *l'attribution*.fr du 14/02/2009 : "La Banque centrale européenne condamnée à frapper fort"

[238] Emission de France 5 du 13/02/2009 : "Total : le partage du butin"
http://www.totalvod.com/videos/c_dans_l_air_total_le_partage_du_butin_1028146.html - Citation: « les profits de Total déclenchent la polémique ».

5.3 Graphiques et tables

- [Etats-Unis : évolution depuis 1980 de la dette totale et du taux d'intérêt effectif de la FED](#)
- [Variation du taux d'inflation en France de 1950 à 1998](#)
- [Relation entre croissance du PIB et croissance de l'emploi salarié de 1978 à 2008](#)
- [Evolution du taux de chômage français en % de 1978 à 2008](#)
- [Variations annuelles de la productivité horaire du travail en France](#)
- [Indicateur du climat des affaires français depuis début 1990](#)
- [Indice de la production industrielle française de janvier 1998 à décembre 2008](#)
- [Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'ensemble de l'industrie française](#)
- [Opinion des chefs d'entreprise sur leurs résultats d'exploitation de 1984 à 2009](#)
- [Masse monétaire M3 et crédits au secteur privé dans la zone euro](#)
- [Croissance annuelle du PIB français en volume](#)
- [Niveau de vie en France : évolution du salaire moyen brut et de son pouvoir d'achat inflation déduite](#)
- [Taux directeurs de la zone euro](#)
- [Balance du commerce extérieur des Etats-Unis de 1992 à 2007](#)
- [Emprunts annuels du Trésor des Etats-Unis de 1974 à 2007](#)
- [Evolution des taux d'intérêt "Target rates" de la FED](#)
- [Mécanisme par lequel la BCE stabilise les prix en jouant sur les taux d'intérêt de référence](#)
- [Comparaison fin 2007 d'EDF avec trois grands concurrents européens](#)
- [Relation entre prix des vêtements et quantités vendues](#)
- [Déficit public français de 1970 à 2009](#)
- [Taux d'épargne des ménages américains](#)
- [Evolution de la dette des ménages américains en pourcentage de leur revenu disponible brut \(RDB\)](#)
- [Evolution de la dette des ménages américains en pourcentage du PIB](#)
- [Prix des maisons individuelles aux Etats-Unis depuis 1975](#)
- [L'explosion des prêts à échéances non honorées](#)
- [Nombre de mises en chantier de bâtiments d'habitation aux Etats-Unis depuis 1970](#)

- [Evolution des indices Dow Jones et S&P500 de la bourse de Wall Street](#)
- [Evolution de l'indice CAC40 de la bourse de Paris de juillet 2007 à janvier 2009](#)
- [Evolution de la capitalisation boursière et du PIB \(2 graphiques\)](#)
- [Perte de capitalisation boursière de 15 grandes banques](#)
- [Evolution de janvier 2007 à janvier 2009 du spread exigé par les banques américaines](#)
- [Entrée en récession de l'économie US : variation du PIB et de l'investissement en logements en rythme annuel](#)
- [Taux de chômage aux Etats-Unis de janvier 1974 à janvier 2009](#)
- [Supplément de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne \(emprunts d'Etat à 10 ans\)](#)
- [Evolution relative des prix de l'immobilier au Japon de 1974 à 2006](#)
- [Japon : évolution de la croissance et du déficit de 1992 à 2007](#)
- [Dette publique française de décembre 1995 à septembre 2008 \(3 graphiques\)](#)
- [Indice des prix à la consommation en France de 1996 à 2008](#)
- [Masses monétaires en France et prêts des banques et autres IFM à l'économie 1997 – 2007](#)
- [Investissements directs étrangers \(IDE\) dans les pays OCDE](#)
- [Prix du baril de pétrole importé aux Etats-Unis en dollars depuis 1980](#)
- [Evolution du nombre d'entreprises contrôlées majoritairement par l'Etat](#)
- [Liste des 61 codes de loi français](#)
- [Encours total de crédit aux Etats-Unis de 2001 à 2009](#)
- [Solde trimestriel du commerce extérieur français de janvier 1997 à novembre 2008](#)