

Charles Gave

Libéral mais non coupable

Essai



INSTITUT DES LIBERTÉS

LE MOMENT EST ARRIVÉ

Charles Gave

Libéral mais non coupable

Préface de Alain Madelin

www.institutdeslibertes.org



INSTITUT DES LIBERTÉS

LE MOMENT EST ARRIVÉ

*À Pomone, Eloise, Henri, Georges, Carla, Carroll-Lynne.
En espérant qu'ils vivront dans un monde de Liberté.*

Sommaire

PRÉFACE	p.9
INTRODUCTION	p.13
La crise comme symptôme	
PREMIÈRE PARTIE	
CHAPITRE I	p.23
Et si nous parlions de "la valeur" ?	
CHAPITRE II	p.33
L'OPA de Wall Street sur Washington, ou quand le pouvoir politique autorise et ensuite subventionne la fusion des bureaux de poste et des casinos	
CHAPITRE III	p.41
Le péril jaune	
CHAPITRE IV	p.51
L'Europe comme une tortue sur le dos	
CHAPITRE V	p.65
Quand les baleines remontent à la surface	
CONCLUSION PREMIÈRE PARTIE	p.71
Le cercle de la manipulation	

DEUXIÈME PARTIE
Les banques au coeur du maelström

CHAPITRE VI Du Credo au Crédit et Retour	p.77
CHAPITRE VII Tout commence par de bonnes intentions	p.87
CHAPITRE VIII Mais où était donc la police ?	p.101
CHAPITRE IX Quand l'homme de Davos succombe à la présomption fatale	p.111
CONCLUSION DEUXIÈME PARTIE	p.123

TROISIÈME PARTIE
La chasse aux ombres

CHAPITRE X Un train peut en cacher un autre	p.129
CHAPITRE XI Démographie et productivité	p.139
CHAPITRE XII La contrainte financière, ou quand les États gèrent un Ponzi	p.145

CHAPITRE XIII	p.153
Le jour où les voitures ne feront plus de bruit	
CHAPITRE XIV	p.161
Quand l'intelligence prend le pouvoir	
CONCLUSION	p.169
Nous entrons en des temps révolutionnaires	

Préface

Charles Gave a deux métiers.

D'abord c'est un économiste, un vrai. Pour lui, dans la tradition classique, l'économie n'est pas une science, c'est une branche de la logique. Voilà qui aide à rendre les idées claires et ses livres attrayants.

C'est aussi un acteur financier, nourri par 40 années d'expérience. La révolution financière n'a pas de secret pour lui. Il «met de l'argent sur ses idées», comme l'on dit dans les pays anglo-saxons. Voilà qui permet d'en tester durablement la validité.

Il cherche à comprendre les mouvements de l'économie. C'est-à-dire les ressorts de la croissance et du profit. Pour cela, il faut d'abord analyser les tendances lourdes, ensuite se préoccuper des retournements cycliques, enfin se concentrer sur les anomalies du marché.

- Les grandes tendances d'abord.
 - La transformation profonde de notre modèle économique sous l'influence de la 3e vague civilisatrice de la société de la connaissance théorisée par Alvin Toffler.
 - La mondialisation économique et financière depuis la chute du mur de Berlin et la révolution financière.
 - Le basculement vers l'Asie qui a conduit Charles Gave à installer depuis longtemps ses activités à Hong Kong.

- Les signes de retournement ensuite.

Après Schumpeter et bien d'autres, Charles Gave sait que les crises sont partie intégrante du capitalisme. Que les crises de liquidité sont les plus violentes et les plus dangereuses. Son observation attentive de la création

monétaire, des taux d'intérêt et de la vélocité de la monnaie font amené à lancer l'alerte sur le retournement qui se profilait à la veille de la grande crise financière de 2007-2009.

- Les anomalies du marché enfin.

Les déceler, leur donner du sens permet de mieux comprendre l'économie. Certes, en misant sur ces anomalies (comme par exemple le fait qu'il n'était pas possible que la crise n'exacerbe au sein de la zone euro le différentiel de taux entre les obligations grecques et les obligations allemandes), on prend le risque d'être rangé dans la catégorie des vils spéculateurs. C'est méconnaître le rôle utile et réparateur de la spéculation financière quand elle est menée par des acteurs responsables agissant avec leur propre argent.

Fort donc de son expérience et de ses connaissances, Charles Gave montre bien dans ce livre comment cette première grande crise financière du nouveau siècle a été nourrie et amplifiée par les erreurs des États.

Comment les politiques mercantilistes ont conduit aux manipulations monétaires.

Comment les banques centrales ont pris le risque de manipuler les taux d'intérêt, fausser les signaux des prix et modifier l'appréciation des risques.

Comment les réglementations et les surveillances bancaires, malgré leur rigueur apparente, sont passées à côté de la modification profonde du rôle des banques et du déclin structurel de leurs activités classiques.

Comment les normes prudentielles et comptables toxiques ont amplifié la crise et conduit le système au bord du gouffre.

Les historiens, qui dans le futur se pencheront sur les origines et le développement de cette crise, ne pourront que mettre en évidence cette incroyable conjonction de bévues et d'erreurs dans les interventions publiques.

Aujourd'hui il est de bon ton de fustiger la finance irresponsable et de louer le retour salvateur d'une intervention publique durable. Pour Charles Gave cependant, il y a une «présomption fatale», selon le concept forgé par le prix Nobel de l'économie Friedrich Hayek, à croire que les Etats - ou un gouvernement mondial - peuvent comprendre et gérer la complexité du monde.

Cela ne signifie pas pour autant que la Finance doive être livrée à elle-même. La monnaie et la création monétaire sont des biens publics qui doivent être soumis à des règles de Droit et de responsabilité. Mais non à des réglementations discrétionnaires, uniformes et tatillonnes.

C'est pourquoi, pour Charles Gave, le grand retour de l'État dans l'économie est une supercherie non durable. Une ruse de l'Histoire à la recherche des nouvelles règles d'un nouveau monde que Charles Gave nous aide à comprendre un peu mieux.

Alain Madelin

Introduction

La crise comme symptôme

*"Ce qui gêne dans le capitalisme, ce sont certaines capitalistes.
Ce qui gêne dans le socialisme, c'est le socialisme."*

Ronald Reagan

À en croire la presse, la télévision et bien des hommes politiques, la crise actuelle aurait été causée par les banquiers incompétents et vénaux et des dirigeants de sociétés à la fois imbus d'eux-mêmes et indifférents aux autres, seulement intéressés par de substantiels bonus et des parachutes dorés. Si cela était vrai, nous n'aurions jamais eu de période de croissance dans l'histoire du monde tant il est vrai que les banquiers sont en général incompétents et moutonniers, et les hommes d'affaires mus par l'appât du gain.

Il n'y a rien de nouveau dans ce type d'analyse, sinon que cela permet de prendre une attitude de supériorité morale très satisfaisante individuellement, mais fort inutile intellectuellement et pratiquement. Cette attitude moralisatrice permet aussi de se livrer à un sport vieux comme l'humanité, la chasse au bouc émissaire, particulièrement à la mode pendant les périodes de crise. Vilipender le marché, le capitalisme, les Américains, la globalisation, est un jeu auquel les intellectuels français se livrent avec délectation. Un peu embarrassés, mais pas trop, par la chute du communisme qu'ils avaient soutenu sans faillir depuis 1945, ils peuvent enfin revenir à leurs anathèmes et attaquer avec vigueur les marchés financiers, le capitalisme apatride, la culture du profit remplacée toutes

affaires cessantes par celle des nationalisations, des pertes et des subventions.

Je reste médusé par le manque d'explications et l'abondance des condamnations. C'est un peu comme rendre les bureaux de tabac coupables du cancer du poumon...

Il doit y avoir autre chose dont on ne nous parle pas...

Pour commencer, prenons un peu de recul historique et demandons-nous si les crises financières sont historiquement rares? En fait, elles sont fort fréquentes. Si on pense au siècle dernier, viennent aussitôt à l'esprit la panique de 1907, celle de 1922, la grande crise de 1929, la dépression inflationniste des années 1970, la faillite de l'Amérique latine dans les années 1980, celle de l'Asie et de la Russie dans les années 1990, l'éclatement de la bulle Internet dans les années 2000...

À peu près tous les dix ans, une crise régionale ou de taille moyenne apparaît, et tous les quarante ou cinquante ans naît une crise beaucoup plus sérieuse et plus globale, une crise mondiale pour l'appeler par son nom. Tout nous conduit à penser que la crise actuelle est sans doute une crise du deuxième type.

Schumpeter, sans doute le plus grand économiste de tous les temps, a résumé ce processus dans une formule restée célèbre: la «création destructrice». Il expliquait qu'il y a toujours deux faces au capitalisme : d'un côté la création, de l'autre la destruction. Quand la création l'emporte, nous sommes en situation de croissance. Quand c'est la destruction, nous sommes en crise. Comme sur le long terme la création l'emporte sur la destruction, le capitalisme assure le développement du niveau de vie moyen dans la durée. S'étonner ou s'indigner que le capitalisme engendre des crises revient en quelque sorte à être surpris qu'une poule pondre un œuf. Par exemple, une crise peut être engendrée par

l'apparition d'une invention telle que l'Internet. Toute création (l'Internet) entraîne une destruction (la fin du courrier traditionnel et de la Poste telle que nous la connaissions).

Le refus de ce principe est en soi révélateur de l'état d'esprit dominant qui semble attendre ou souhaiter un monde dans lequel il n'y aurait pas de crise et qui est scandalisé lorsque l'une d'entre elles se produit. Or la crise est la condition *sine qua non* de la croissance économique ultérieure. Sans crise, pas de croissance, comme l'a amplement montré l'exemple de l'Union soviétique. Refuser l'ajustement, c'est aussi créer les conditions qui conduiront à la prochaine crise.

La rage que déclenche chez beaucoup l'apparition d'une crise est cependant bien réelle puisqu'elle remet en cause des positions établies et que l'on croyait immuables. On peut essayer de se livrer ici à une petite typologie de ces réactions de colère, fort compréhensibles mais qui le plus souvent retardent ou empêchent les ajustements nécessaires.

- En tête, on trouve la fureur des politiques qui essaient toujours de faire croire aux électeurs qu'ils sont capables de les «protéger», alors qu'ils en sont incapables et qui voient arriver avec terreur l'inéluctable défaite électorale que leurs promesses inconsidérées leur vaudront.
- Viennent ensuite les hommes d'affaires qui ont fait de mauvais investissements et qui craignent d'être ruinés en raison de leurs choix calamiteux. La tentation est alors de se tourner vers les politiques au nom du sacro-saint emploi pour leur demander une «protection»; le protectionnisme redevient soudain populaire, alors que ses effets désastreux sont parfaitement connus.
- Fort logiquement, les travailleurs, victimes eux aussi de la crise, se joignent au concert, qu'ils aient eu ou non leur part de responsabilité dans la crise. Prétendre qu'ils n'y sont pour

rien fait partie de l'arsenal intellectuel de tout bon syndicat. Par exemple, le syndicat de l'industrie automobile aux États-Unis est directement responsable de la faillite de General Motors et de Chrysler tant ses revendications ont été peu responsables. Cela ne l'empêche pas de hurler sa colère et d'exiger des mesures de sauvegarde, qu'il a bien évidemment obtenues.

- Viennent ensuite les intellectuels et tous ceux qui travaillent dans le secteur protégé de l'économie (professeurs, fonctionnaires). Il faut en effet se souvenir que la raison principale qui fait que les intellectuels et les travailleurs du secteur protégé détestent le libéralisme est que dans une économie libérale, ils seraient payés à leur vraie valeur, très inférieure à ce qu'ils pensent valoir. Quand la crise survient, l'espoir fou de pouvoir être payé plus, et surtout que les non-intellectuels et ceux qui travaillent dans le secteur privé soient payés moins renaît¹... Après tout, et comme le disait Jules Renard, «ce n'est pas tout de réussir dans la vie, encore faut-il que vos amis échouent».

Nous avons déjà indiqué que cette crise était sans doute une crise importante, mondiale, et non pas régionale ou sectorielle comme les quelques crises des décennies

¹ Certes, les poètes et les intellectuels peuvent s'en réjouir, mais comme disait Brassens, on ne naît pas tous poètes : il y a beaucoup de philistins, d'épiciers, de notaires au ventre rond dans un pays pour qui la monnaie est une affaire sérieuse, et bien des dictatures ont commencé quand la monnaie s'est effondrée... Mon expérience professionnelle fort longue (près de quarante ans) m'autorise à affirmer sans crainte d'être détrompé que peu de gens ont le sens de l'humour quand il s'agit de leur argent. Il m'est arrivé de gérer de l'argent de poètes ou d'intellectuels: ils avaient encore moins le sens de l'humour que les épiciers ou les notaires quand il s'agissait de LEUR argent. Pour nos poètes et nos intellectuels, l'argent est condamnable dans son essence, sauf, bien entendu, quand c'est le leur, auquel cas seule compte l'existence...

précédentes. Nous ne le saurons avec certitude que d'ici à quelques mois ou quelques années, mais cette hypothèse apparaît raisonnable.

Je vais pourtant dès maintenant lâcher un grand secret: cette crise a des racines beaucoup plus profondes que la simple incompétence des banquiers et des hommes d'affaires. La responsabilité des États, des banquiers centraux, des hommes politiques et des organisations internationales est lourdement engagée, ce qui est la condition sine qua non pour qu'une crise lourde ait lieu. Une crise profonde est presque toujours le signe d'une inadéquation entre le système politique et le système de production, comme l'aurait dit Marx.

Cela fait longtemps en effet que les politiques suivies par les administrations un peu partout dans le monde, loin de s'attaquer aux véritables problèmes, essayaient de les cacher par toute une série de manipulations des taux d'intérêt, des taux de change, des dépenses budgétaires... Le malheur a voulu que toutes ces manipulations explosent en même temps au lieu d'exploser les unes après les autres, ce qui aurait permis de les traiter par une série de mini-crisis plutôt que par une seule grande crise. Mais les crises ont ceci de particulier qu'elles ont leur propre calendrier, qui n'est pas celui des hommes politiques ou des banquiers centraux. Elles explosent quand elles le doivent, quand les circonstances l'exigent ou quand une erreur monumentale est faite, et non pas quand cela arrangerait tout le monde, par exemple juste après une élection plutôt que juste avant. Tout a donc sauté en même temps, provoquant une crise mondiale et globale, ce qui était sans doute inévitable tant les erreurs commises étaient nombreuses et diverses. Du coup, comme nous l'avons déjà dit, la recherche des boucs émissaires semble pour l'instant l'emporter sur une saine réflexion sur les causes profondes de la crise.

Ce petit livre part donc d'un principe fort simple : si on veut régler les problèmes, il faut d'abord les comprendre et pour les comprendre, il faut d'abord les avoir analysés. Je vais par conséquent remonter, avec le lecteur s'il veut bien me suivre, à la série des causes, fort lointaines ou plus proches, qui nous ont amenés là où nous sommes. A l'arrivée, j'espère avoir montré que ce n'est pas le libéralisme qui est la cause profonde de cette crise, bien au contraire. C'est pourquoi je reste au fond de moi-même libéral, c'est-à-dire préférant toujours et partout la liberté à la contrainte, et me sens donc non coupable. Je ne pense pas qu'il faille jamais s'excuser de préférer partout et toujours la liberté à la contrainte, la main invisible d'Adam Smith au pied fort visible de Joseph Staline. Apparemment, cependant, je suis minoritaire, tout au moins en France, ce qui ne me gêne guère. Après tout, le monde appartient aux minorités...

Mon but est clair: devant l'avalanche d'inepties qui sont proférées tous les jours par ceux qui comptent, je veux simplement donner au lecteur qui me confiera quelques heures de son temps suffisamment de moyens d'information pour qu'il puisse comprendre ce qui se passe et donc s'adapter dans la mesure du possible à ce qui est en train de se produire : un monde est en train de mourir, un autre monde est en train de naître, et tout cela se fait dans la douleur. Mais vouloir retourner dans le monde d'autrefois, refuser le nouveau monde, c'est se condamner, à terme, à une fin misérable. Pourquoi rester accroché à un monde qui sombre? Sombrier avec le bateau est chose fort louable pour le capitaine qui a commis une erreur de navigation. Pour un membre de l'équipage ou pour un passager, c'est idiot, surtout si de nombreuses chaloupes de sauvetage sont disponibles et si c'est le capitaine qui a fait un trou dans la coque.

Le plan de cet ouvrage est simple. Nous commencerons par une analyse détaillée de la phase de destruction que nous sommes en train de traverser. Nous aurons à traiter de ses origines, de son déroulement, de sa fin ou de ses fins probables. Quand ceci aura été fait, quelque chose sautera aux yeux : officiellement, cette crise marque le grand retour de l'État dans l'économie. Dans le court terme, c'est évident ; dans le moyen-long terme, beaucoup moins.

L'intervention de l'État quand l'économie ne va pas bien s'apparente d'assez près au comportement d'un déprimé qui, pour se remonter le moral, se tape une bonne rasade d'alcool. L'effet instantané est fort agréable, les lendemains par contre sont assez difficiles. Les désastres des années 1970 et l'effondrement de l'Union soviétique avaient fort bien fait comprendre cette dure réalité à l'ensemble de la population. Thatcher et Reagan avaient été élus sur cette conviction. Pendant vingt ans, l'intervention de l'État dans les économies a souffert d'un très large discrédit, et tous les étatistes et interventionnistes au petit pied rongeaient leur frein dans un silence relatif. Puis vint la crise. Divine surprise ! Nos étatistes ne pouvaient laisser passer une aussi belle occasion. Comme l'a dit le chef de cabinet du président Obama: «Laisser passer une aussi belle crise serait un crime. »

Les interventions étatiques ont donc explosé, les plans de relance succédant aux sauvetages ou aux subventions. Nous pourrions utiliser l'image suivante: les hommes au pouvoir sont des alcooliques à qui leur drogue était chichement mesurée (déficits budgétaires limités par les critères de Maastricht, surveillance par les marchés Financiers, etc.). La crise a fait sauter tout contrôle et la clef de la cave a été donnée à nos alcooliques. Ils sont en train d'attraper dans une allégresse générale la cuite du siècle. Il est malheureusement à craindre

que les lendemains soient très difficiles. Tous les pays qui n'ont pas fait les efforts de réforme pendant la période de croissance, quand c'était facile, vont se retrouver avec une dette immensément alourdie. Ils auront dépensé d'un seul coup tout l'argent dont ils pouvaient espérer disposer dans les années à venir et se retrouveront pauvres comme Job sur leurs tas de fumier, c'est-à-dire la dette qu'ils sont en train d'émettre.

Ensuite, il nous faudra essayer de faire le tri entre les pays qui ont une bonne chance de s'en sortir (ceux qui ont fait peu d'erreurs) et ceux pour lesquels on peut avoir les plus grandes inquiétudes (ceux qui partent d'une situation déjà dégradée et/ou qui accumulent les fautes).

En fait, loin de marquer le grand retour de l'État, cette crise marquera une réduction considérable de son rôle, tant ses interventions vont se montrer contre-productives. Le capitalisme et son pendant intellectuel, le libéralisme, ne sont pas une idéologie, mais la simple constatation qu'une forme de production complètement décentralisée et prenant ses informations d'un système de prix libre arrive à de meilleurs résultats sur le long terme qu'un système de production contrôlé par l'État, les syndicats ou les corporations. Ce qui ne veut pas dire, comme je l'ai déjà noté, que le capitalisme ne connaît pas de crises. Il en a connu, il en connaîtra encore. Le résultat final est cependant certain. Le capitalisme triomphera à nouveau.

Une forme de capitalisme est morte, une nouvelle forme va émerger, et dans la douleur. Vive donc le capitalisme. Notre but n'est en aucun cas de rejoindre le chœur des pleureuses. Comme le disait le philosophe américain Emerson, «là où il y a une volonté, il y a un chemin». Le chemin existe, nous le savons tous. Ce qui manque, c'est la compréhension, un peu, la volonté, beaucoup.

Ce travail de diagnostic ayant été effectué, notre conclusion sera optimiste, puisque nous pensons que la liberté triomphera une fois de plus. Nous essaierons alors de décrire les forces en jeu qui nous conduiront à la prochaine vague de «création».

Ce préambule amène sans doute le lecteur à se poser un certain nombre de questions.

La première doit sans doute être: comment Charles Gave peut-il prétendre expliquer de façon simple quelque chose dont tous les journaux expliquent à longueur de pages que c'est horriblement compliqué? À cela, pas de réponse, si ce n'est de lire le livre et déjuger à la fin si, oui ou non, j'ai été convaincant.

La deuxième question est plus difficile... Le lecteur a tout à fait le droit de se demander, et donc de me demander, si j'avais prévu l'arrivée de ce cataclysme. A cela, je répondrai tranquillement oui pour certains aspects, non pour d'autres. Mais ici, je voudrais introduire un point de méthode: le rôle d'un économiste n'est pas de prévoir quoi que ce soit. Si quelqu'un pouvait prévoir le futur, l'Union soviétique serait le pays le plus développé du monde. Or l'URSS n'existe plus, tout simplement parce que ses structures étaient fondées sur l'idée que le futur était prévisible, planifiable et donc contrôlable. Or le futur est inconnaissable.

L'économie n'est pas une branche de l'astrologie ou des mathématiques, et ce n'est certes pas une science exacte.

L'économie est une branche de la bonne vieille logique aristotélicienne. Le rôle d'un économiste, et donc le mien, se borne à expliquer que les actes et les décisions des agents économiques ont des conséquences. De là, il m'appartient, en tant qu'économiste toujours, de dérouler de façon logique ce fil d'Ariane (ou les chaînes causes-conséquences) du début à la fin

et d'en tirer des conclusions logiques. Je n'apprendrai à personne que l'Histoire se répète souvent, que les lois de l'économie sont immuables et que les mêmes actes tendent à produire les mêmes effets.

S'il n'existe pas d'équivalent du serment d'Hippocrate pour les économistes, je fais cependant ici celui de rester de bonne foi tout au long de cet ouvrage. Je m'efforcerai donc d'apporter au lecteur l'ensemble des informations et des raisonnements qui ont conduit aux résultats que j'espère atteindre.

Ces points importants ayant été précisés, il nous faut maintenant nous atteler à la première partie du sujet : la responsabilité directe des États dans ce qui est arrivé.

CHAPITRE I

Et si nous parlions de la "valeur" ?

"Pourquoi y a-t-il quelque chose plutôt que rien ?"

Leibnitz

Historiquement, le capitalisme connaît deux sortes de crises: les crises de surproduction et les crises de surendettement (ou crise financière). La crise actuelle est une crise financière beaucoup plus qu'une crise de surproduction. Or, la matière première de la finance étant la monnaie, il semble logique d'arriver à la réflexion suivante : cette crise est une crise de la monnaie, comme toutes les crises financières qui l'ont précédée.

Notre génération a commis une erreur considérable, que presque chaque génération commet : elle a confondu la notion de valeur avec la notion de monnaie, et cette erreur intellectuelle nous a amenés dans la crise actuelle. J'ai toujours pensé que l'analyse économique n'avait que peu à voir avec la croissance, les balances commerciales, les déficits budgétaires, l'emploi, le chômage, etc., mais tout à voir, en revanche, avec une question beaucoup plus simple : pourquoi les choses ont-elles une valeur et pourquoi cette valeur change-t-elle avec le temps ?

Quand je parle de valeur, il s'agit de valeurs monnayables, et non pas de valeurs morales telles que le patriotisme, l'amour filial ou la sainteté. Le simple fait que le mot «valeur» puisse recouvrir des notions monnayables et non monnayables est, en lui-même, une preuve de la confusion qui peut exister autour de cette notion.

Pour mesurer les valeurs qui peuvent l'être, il est d'usage d'utiliser la monnaie, et c'est là que les choses se compliquent. Car se servir de la monnaie pour mesurer les valeurs revient en quelque sorte à estimer des distances avec un mètre qui change de longueur fort souvent, sans que l'utilisateur se rende bien compte de ces changements. Comment dès lors avoir foi en ces mesures? Et pourtant notre société moderne a choisi d'assimiler les notions de monnaie et de valeur comme si elles étaient une seule et même chose. La meilleure preuve qu'il ne s'agit pas de la même chose est fournie par le paradoxe suivant. Si je décide de dépenser mon argent pour acheter un bien ou un service quelconque à un prix qui convient autant à moi, acheteur, qu'au vendeur, le prix est le même pour nous deux. Pour autant, nous donnons l'un et l'autre une valeur différente à ce bien ou à ce service. À ce prix, nous avons en effet tous les deux la certitude de réaliser une bonne affaire. Nous avons atteint un prie commun, mais les valeurs que nous attribuons à ce que nous achetons ou vendons peuvent être complètement différentes, ce qui, on peut l'admettre, est un extraordinaire paradoxe !

Il n'en reste pas moins vrai que chaque génération commet la même erreur en pensant que si l'on accroît la quantité de monnaie disponible pour acheter des biens ou des services, nous allons parallèlement accroître la quantité de «valeurs» disponibles, et que nous serons donc tous plus riches. Ah ! si les choses pouvaient être aussi simples... Et chaque génération, quand elle commet cette erreur, se retrouve face à une crise financière...

Tout ceci nous force bien entendu à réfléchir sur la définition exacte et juste de ce qu'est la monnaie afin de mieux comprendre en quoi la manipulation des monnaies par les fameuses «autorités compétentes», c'est-à-dire la manipulation

du mètre étalon de Breteuil, est en grande partie à l'origine de la crise que nous traversons en ce moment.

La monnaie, en effet, n'est pas un bien comme un autre. Si nous convenons que l'argent est un bien commun, un bien public, alors le laisser à la libre disposition du secteur privé ou, pire encore, sous la direction d'une autorité étatique sans contrôle peut amener à de regrettables conséquences. Les entrepreneurs sont des navigateurs en haute mer. Leur boussole, c'est le système des prix. Si des manipulations aussi bien étatiques que d'ordre privé venaient à changer la valeur réelle de la monnaie, cela entraînerait des bouleversements importants et non justifiés dans tous les prix, tant absolus que relatifs. Les entrepreneurs perdraient de ce fait une grande partie de leurs repères et se révéleraient incapables de gérer leurs affaires. On leur demanderait en fait de naviguer avec une boussole donnant de faux signaux, ce qui rend l'arrivée à bon port hasardeuse.

Certains croient bon de diaboliser la monnaie, «l'argent». C'est le cas par exemple du président Mitterrand qui, dans une intervention restée célèbre, a lancé: «L'argent qui corrompt, l'argent qui achète, l'argent qui écrase, l'argent qui tue, l'argent qui ruine, et l'argent qui pourrit jusqu'à la conscience des hommes!» Cette condamnation de nature morale est souvent reprise en chœur par toute la classe intellectuelle. Ce genre d'attitude, fort populaire dans un vieux pays catholique, ne répond pas à la seconde question essentielle, encore plus troublante que la première: mais pourquoi l'argent a-t-il de la valeur alors qu'il ne coûte rien à produire?

Cette question est centrale à toute compréhension de l'économie et il va donc falloir commencer par traiter de ce grand mystère. Pour arriver à un résultat quelque peu probant,

nous allons devoir nous appuyer sur la théorie économique et commencer par une question sur laquelle les spécialistes s'étripent depuis plus de deux mille ans: qu'est-ce que la monnaie?

Milton Friedman avait coutume de dire que certains animaux possédaient à l'évidence une forme de langage, que beaucoup avaient le sens de l'humour, qu'ils connaissaient des passions et qu'ils pouvaient se montrer jaloux. En tous ces points, nous sommes frères. En revanche, la seule chose qu'aucun animal ne fait jamais est d'échanger un bien pour un autre avec un autre animal, quel qu'il soit. Cette capacité à échanger volontairement des biens ou des services semble être une caractéristique dont seul l'homme dispose.

Au début, très probablement, régnait le troc, mais cette technique s'est révélée insuffisante pour répondre à la question suivante : si une flèche en pierre taillée vaut deux massues et si une hache vaut trois flèches, combien de massues vaut une hache? Pour résoudre ce problème, nos ancêtres inventèrent la monnaie, sans doute l'une des plus grandes inventions de tous les temps, avec celle du feu et de la roue. Plus sérieusement, et pour avancer un peu dans notre propos, il nous faut rappeler ici brièvement les trois fonctions principales de la monnaie telles quelles apparaissent dans les cours d'économie de mon temps².

² Ce cours était intitulé «Économie politique», ce qui, le lecteur en conviendra, fait beaucoup moins sérieux que «Science économique» que l'on utilise de nos jours. L'ennui, c'est que l'économie n'est pas une branche des sciences, mais de la logique. «Économie politique» convenait parfaitement, «Science économique» est un mensonge. Il est grave pour la société de voir que l'Université accepte dans l'intitulé même de ses cours un mensonge.

- C'est un étalon de valeur: on peut calculer combien la massue vaut par rapport à la hache.
- C'est un moyen d'échange. J'accepte de vendre ma hache en échange de monnaie puisque je sais que je vais pouvoir utiliser cet argent pour accumuler un stock de massue.
- C'est une réserve de valeur. Je peux vendre ma hache et garder l'argent à l'abri, en espérant que le prix des massues va baisser.

Nous avons donc défini les fonctions de la monnaie: il importe maintenant d'en définir l'essence.

Car nous n'avons pas répondu à la question essentielle qui se posait en amont: au nom de quel étrange phénomène la monnaie a-t-elle de la valeur? La question subsidiaire étant: en cas de litige sur la valeur de cette monnaie, qui va arbitrer le différend et qui donc est légalement responsable de cette valeur?

Nombreux sont les grands esprits qui se sont attelés à cette épineuse question et ses corollaires. À ma connaissance, les meilleures réponses ont été apportées par Aristote, Platon et Jésus.

- Aristote affirmait que la monnaie se devait d'être un bien réel, que tout le monde désire et qui a un coût de production connu. Pour lui, la monnaie ne pouvait donc être que l'or ou l'argent.
- Platon, pour sa part, affirmait que la monnaie était une simple convention qui permettait au système de fonctionner et que son fondement n'était que purement subjectif. Ce qui faisait la valeur de la monnaie, c'était que les deux parties dans un échange l'acceptent.
- Jésus, pour sa part, ne se prononce pas («Mon Royaume n'est pas de ce monde»), mais nous donne une indication précieuse en affirmant que la monnaie est du ressort exclusif

de l'Etat. Comme la face de César apparaît sur les pièces, il lui appartient donc de les faire respecter et de s'assurer qu'elles peuvent servir à acheter des massues ou des haches, mais plus probablement à lui payer des impôts. Sans monnaie, pas d'État.

À la fin d'une longue vie consacrée à la monnaie sans avoir pour autant sacrifié au veau d'or plus qu'il n'était nécessaire, je pense que je peux me permettre de dire qu'à mon avis, Platon et Jésus ont tous deux raison et qu'Aristote a, sur ce sujet, tort.

Le point de vue aristotélicien est cependant très attrayant pour un libéral en cela que la monnaie n'a pas besoin de l'État pour exister. En effet, si tout le monde reconnaît la valeur de l'or et que la valeur de la pièce d'or est liée à son coût de production, alors tout le monde acceptera l'or comme monnaie, même en l'absence de gendarmes qui vous forceraient à accepter les pièces en paiement. Cette théorie est l'apanage de l'individu à tendances libertaires ou libertariennes, qui pense que les gouvernements et les banques centrales toujours et partout échouent et que moins ces entités interviennent, mieux l'individu, en général, et lui, en particulier, se portent.

Retirer à l'État le contrôle de la monnaie, voilà une idée majeure pour quiconque veut vraiment assécher les méandres du pouvoir étatique. L'ennui pour la thèse aristotélicienne est que les économistes autrichiens ont réussi à démontrer il y a près de cent cinquante ans que la valeur était d'origine purement subjective. Dans un monde où toutes les valeurs seraient subjectives, nous nous retrouverions donc avec l'or qui seul aurait une valeur objective liée à son coût de production, c'est-à-dire à la valeur-travail dont on sait aujourd'hui, fort de

l'échec du monde communiste fondé sur cette notion de valeur-travail, qu'elle est économiquement non viable³.

Pour Platon, la monnaie est purement et simplement une convention entre les parties et se trouve être ipso facto une notion purement subjective. Cette pensée est tout à fait conforme à la théorie de la valeur subjective, chère aux économistes autrichiens susmentionnés, mais elle a également quelques inconvénients majeurs.

- Le premier, et le plus grave, est sans nul doute que dans ce schéma rien n'interdit la création de monnaies privées, si bien qu'au bout d'un certain temps, plus personne ne saurait plus «quoi vaut quoi». Au fur et à mesure que la notion d'étalon de valeur disparaîtrait, nous serions inéluctablement contraints de revenir aux bonnes vieilles méthodes ayant fait leur preuve : le troc.

- Le second tient à la nature même des monnaies qui peuvent monter (déflation) ou baisser (inflation) au fil du temps. Dès lors, avec une monnaie fluctuante, les contrats indexés sur le temps deviennent impossibles à mettre en œuvre (hypothèques, prêts à long terme, etc.). La fonction de réserve de valeur disparaît aussi.

- Le troisième se trouve dans la notion d'arbitrage des conflits. En effet, qui est responsable si un différend a lieu? Réponse : on ne sait pas. L'analyse de Platon est donc correcte théoriquement mais incomplète. Il faut y rajouter la réponse du Christ.

³ Une petite remarque ici : à l'époque d'Aristote, l'or ne servait à RIEN si ce n'est à faire des bijoux. L'or avait donc une valeur subjective qui dépendait du prix que les hommes étaient prêts à payer pour parer leurs compagnes. L'or avait donc une valeur qui provenait directement de la sexualité. Voilà qui aurait enchanté Freud.

À lire les Évangiles, même en tant que simple promeneur littéraire, on ne peut s'empêcher d'être stupéfait de voir à quel point la théorie de la valeur subjective y est présente partout. Jésus avait parfaitement compris que ce qui donnera de la valeur monétaire à ce livre n'est pas le nombre d'heures passées à l'écrire, mais le nombre de lecteurs qui seront prêts à l'acheter. L'acte de paiement librement consenti en utilisant le signe monétaire reconnu par l'État est ce qui donne la valeur des choses. Et le Christ nous fait remarquer que sur la pièce qui permet ce paiement apparaît le visage de César, c'est-à-dire de l'État. César est le seul qui puisse avoir son visage sur une pièce de monnaie libératoire de toute dette. Ce monopole trouve sa source dans une réalité simple. Dans un système dit de droit, l'État a le monopole légal de la violence.

Il est le seul à pouvoir me mettre en prison si je refuse le paiement par cette pièce, et s'il y a des divergences dans l'interprétation d'un contrat, ses tribunaux ont la capacité de régler ce différend, par la violence s'il le faut. L'État garantit la monnaie et l'exécution des contrats qui la prennent comme support. La monnaie étant subjective et l'État le support légal de cette convention, la seule solution est d'accepter la théorie de Platon et la pratique du Christ comme fondements à la valeur de la monnaie.

La monnaie apparaît comme un bien commun, au même titre que la justice, la diplomatie, la défense ou la police. Le lecteur pourrait se poser la question : comment un libéral aussi militant que je le suis peut-il défendre le monopole de la monnaie au profit de l'État? N'est-ce pas une horrible désertion en rase campagne, sans doute causée par la panique financière que nous traversons?

La réponse est évidemment non.

Si, en tant que citoyen, je dois me servir de la monnaie de l'État dans lequel je réside pour mes transactions courantes, rien ne m'interdit de placer mon épargne dans la monnaie du pays d'à côté dans la mesure où je pense que cette monnaie défend mieux mon intérêt d'épargnant. La solution ne se trouve pas à la source, c'est-à-dire dans l'émission de la monnaie par l'État, mais dans la possibilité qu'a un épargnant de choisir la monnaie qui lui conviendra pour son capital. S'il existe une véritable compétition entre les monnaies pour la fonction de réserve de valeur et si le citoyen peut utiliser toute autre monnaie que celle de l'État dans lequel il vit pour y capitaliser son épargne (absence de contrôle des changes), alors la concurrence réapparaît et il n'y a pas à craindre le monopole étatique.

Le meilleur système s'appuie donc sur les réflexions de Platon et de Jésus, mais la nécessité libérale réapparaît dans l'obligation de concurrence entre monnaies pour la fonction de réserve de valeur⁴. Cela, bien entendu, suppose que les États n'interviennent pas pour biaiser le jeu en leur faveur, ce qui évidemment se produit régulièrement et est à l'origine de presque toutes les crises; la crise actuelle n'échappe pas à la règle.

Les premières de ces manipulations ont touché et touchent encore au prix extérieur des monnaies qu'il est convenu d'appeler le taux de change. Analyser les carabistouilles que les autorités politiques ont fait subir à la valeur extérieure de leurs monnaies, déterminée par tout sauf par le marché, constituera une grande part de notre première

⁴ Il faut rappeler ici que la première décision de tout régime liberticide est toujours et partout de réintroduire le contrôle des changes et donc de retirer à leurs citoyens le choix de la monnaie dans laquelle ils épargneront.

partie. Nous étudierons un continent à la fois et nous montrerons comment les interventions des États locaux ont complètement distordu les signaux de marché. Nous montrerons comment les États asiatiques ont manipulé leurs taux de change en les maintenant grossièrement sous-évalués au nom d'un mercantilisme stupide, créant de ce fait une surconsommation en dehors de l'Asie et une sous-consommation et une surproduction chez eux.

Il nous faudra aussi expliquer comment les folies technocratiques européennes ont bâti un système monétaire entre différentes nations sans qu'aucune possibilité d'ajustement ne soit présente pour remettre en équilibre un système qui serait structurellement en train de s'en écarter.

Mais nous devons commencer par les erreurs de politique monétaire aux États-Unis, dont la faute centrale n'est pas d'avoir manipulé leur taux de change, ce dont ils se préoccupent fort peu, mais d'avoir commis deux erreurs. La première porte sur la nature même de la monnaie. La deuxième est que les autorités américaines ont massivement manipulé le prix interne de leur monnaie (taux d'intérêt) pour atteindre des objectifs politiques ou sociaux chers aux élites politiques, rendant très difficile de ce fait tout calcul économique sérieux.

Or comme toutes les monnaies se définissent en termes de dollar, si la puissance qui contrôle le dollar s'autorise des libertés monétaires incongrues, le système entier se met à marcher sur la tête, taux de change des autres monnaies compris.

CHAPITRE II

L'OPA de Wall Street sur Washington

ou quand le pouvoir politique autorise et ensuite
subventionne la fusion des bureaux de poste et des
casinos

"Je crois que les banques sont plus dangereuses pour nos libertés que de multiples armées étrangères qui seraient massées à nos frontières. Si le peuple américain par malheur autorisait ces institutions à contrôler l'émission de monnaie, les banques spolieraient les citoyens de leurs propriétés d'abord par l'inflation ensuite par la déflation jusqu'à ce que leurs enfants se réveillent sans toit sous lequel s'abriter et ceci dans le continent que leurs pères avaient conquis. Le droit d'émettre de la monnaie doit être enlevé aux banques et rendu au peuple à qui il appartient."

Thomas Jefferson

Dans le chapitre précédent, nous avons tenté de montrer pourquoi la monnaie se devait d'être considérée comme un «bien public» au même titre que la défense, la justice, la diplomatie ou la police. Ce simple fait n'est pas accepté par la plupart des libéraux, dans les milieux de la finance ou en dehors. Pourtant, ce qui s'est passé aux États-Unis ou en Grande-Bretagne depuis une quinzaine d'années devrait donner matière à réflexion. Impossible, en effet, d'ignorer la véritable OPA de Wall Street sur les instances politiques qui s'est opérée à partir du début des années 1990. Les instances politiques restaient censées contrôler la monnaie, alors qu'en réalité, en tapinois, les milieux financiers tentaient de la privatiser et de la

faire sortir de la sphère publique à laquelle elle appartient de droit.

L'archétype même de l'individu à l'origine de ce mouvement se trouve en la personne de M. Rubin, qui passa en quelques années de la présidence de Goldman-Sachs, la plus prestigieuse des banques d'affaires américaine, au secrétariat d'État au Trésor des États-Unis (ministre des Finances) pour démissionner et passer au conseil d'administration de Citicorp, la plus grande banque mondiale. Pendant son passage au conseil d'administration de Citicorp, il toucha plus de 100 millions de dollars de jetons de présence. Dans le même temps, le cours de bourse de Citicorp perdait plus de 98% de sa valeur et au final cette banque dut être sauvée en catastrophe par le gouvernement en 2008. Toute l'énergie de M. Rubin au cours des années qui précédèrent cet éclatant succès fut consacrée à un but : bouleverser complètement la structure financière que les États-Unis avaient héritée de la Grande Dépression.

Un rappel méthodologique et historique s'impose ici.

De manière générale, il existe deux sortes de banques.

- Les premières, les banques de dépôts, ont des agences de proximité, encaissent les dépôts des fourmis travailleuses que nous sommes et les prêtent avec beaucoup de précaution à ceux qui veulent acheter un appartement ou financer leur entreprise. Autrefois, on les appelait les banques 9-6-3... Au bureau à 9 heures, on prêtait à 6% et à 3 heures, on était au golf. Il n'y avait rien de plus conservateur et de plus tranquille que ces banques-là et ce sont elles que les Français ont encore à l'esprit quand ils évoquent la notion de banque.
- Et puis il y a un deuxième type de banque: les «banques d'affaires». Naguère, il était convenable de baisser le ton de sa voix quand on en parlait et de montrer une grande révérence vis-à-vis de ces institutions (j'ai commencé ma

carrière dans l'une d'entre elles en France). Celles-ci ne recevaient pas de dépôts et travaillaient sur leurs fonds propres. En général, elles n'étaient pas cotées en Bourse et étaient détenues par des «associés», souvent de la même famille (Rothschild, Lazard, etc.). Ces banques étaient le cœur même du capitalisme, la vraie salle des machines, l'endroit où des fortunes immenses se faisaient ou se défaisaient en quelques heures... Ces banques portaient sur leurs fonds propres des positions énormes dans les marchés, organisaient des OPA ou les conseillaient et dans l'ensemble prenaient des risques considérables. Comme ces risques étaient pris avec l'argent des associés, il semblait tout à fait normal et logique que ceux-ci exercent un contrôle féroce sur ces prises de risque, car ils savaient fort bien que si les choses tournaient mal, ils allaient faire faillite et se retrouver ruinés. Il n'était pas rare, en effet, que les associés soient responsables sur l'ensemble de leur fortune personnelle en sus et au-delà de ce qu'ils avaient investi comme capital dans la banque.

En résumé, les premières institutions s'apparentaient à un bureau de poste et les deuxièmes à un casino !

Après la crise de 1929, le législateur américain, dans sa grande sagesse, décida en 1933 d'adopter le Glass Steagall Act, qui précisait que ces deux types d'activités devaient être exercés dans des institutions différentes et ne pouvaient pas avoir de rapport entre eux. Ce système fonctionna à la satisfaction générale jusqu'en 1999 où, sous l'énorme pression des banques commerciales en général et de Citicorp (M. Rubin) en particulier, le Glass Steagall Act fut aboli, autorisant de ce fait la fusion du bureau de poste et du casino. De cette autorisation vient la plus grande partie de nos malheurs actuels, et ceci a eu lieu il y a dix ans... Le plus paradoxal est que cette

fusion fut organisée par une administration démocrate, c'est-à-dire de gauche, l'administration Clinton, sous la conduite du ministre des Finances de l'époque Larry Summers, aujourd'hui le principal conseiller économique du président Obama, et que la bombe à retardement ainsi montée a explosé à la fin de l'administration Bush, dont il faut dire, pour être honnête, que son incompétence économique sous la conduite de

M. Paulson (le successeur de M. Rubin chez Goldman Sachs) a dépassé l'entendement.

Comment des gens *a priori* intelligents et compétents ont-ils pu prendre des décisions aux conséquences aussi suicidaires?

La réponse est assez simple et très classique dans l'histoire du capitalisme. La rentabilité des banques sur leurs activités normales était en déclin structurel. En effet, dans le modèle classique, les banques collectent des sommes importantes auprès des petits épargnants et les prêtent aux grandes entreprises, en prélevant leur dû au passage. L'invention du fonds de trésorerie dans les années 1980 par Merrill Lynch allait faire imploser ce modèle. La mécanique est la suivante: si IBM a besoin de cash, plutôt que d'aller à la banque demander un prêt, il est beaucoup plus simple et beaucoup moins onéreux d'émettre du papier commercial à court terme qui sera acheté par les fonds de trésorerie auquel le fonds de pension d'IBM se fera un plaisir de souscrire. Dans ce schéma, la banque a été complètement, pour employer un néologisme, «désintermédiée», c'est-à-dire que son rôle d'intermédiaire a disparu et sa raison d'être avec.

Le modèle bancaire classique était aussi devenu obsolète. Plus de croissance, pas de bonus, une perspective de déclin inéluctable, voilà ce qui attendait les banques

commerciales au milieu des années 1990. Que faire? Rendre leur argent aux actionnaires aurait été la bonne solution.

Mais les banquiers pensèrent que par l'intermédiaire du gouvernement et grâce à leur pouvoir de «lobbying⁵», ils allaient pouvoir retourner la situation en entrant dans des activités qui, jusque-là, leur étaient interdites. Pour cela, il fallait donner aux banques commerciales l'autorisation d'envahir le territoire des banques d'affaires. Si une banque commerciale pouvait aller voir une société industrielle ou commerciale pour lui dire:

1. «Vous devriez faire une OPA sur votre concurrent» (le boulot de la banque d'affaires),

2. et «Je vous finance l'OPA sur mes dépôts si vous me retenez comme banquier exclusif»,

la banque commerciale faisait ainsi d'une pierre deux coups ; elle trouvait un emploi pour ses dépôts et touchait la commission qui revenait jusqu'alors aux banques d'affaires traditionnelles.

L'autorisation fut accordée. Précisons que les bonus dépendaient beaucoup plus de la commission sur la transaction (de 2% à 5%) que de la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette dix ans plus tard.

L'administration Clinton cassa donc le lien essentiel qui unissait la banque d'affaires et son client, fondé sur une prise de risques commune, pour la remplacer par une relation purement à court terme où la banque devenait à la fois juge et partie. Elle prenait les risques non pas avec ses fonds propres, mais avec les dépôts de ses clients.

⁵ Le lobbying consiste à utiliser les amis que l'on s'est faits dans les milieux politiques, souvent en payant leurs frais de campagne électorale, pour faire passer des lois qui distordent la concurrence, à votre profit, cela va de soi.

Si cela marche, c'est pour moi ; si cela ne marche pas, c'est pour les actionnaires ou au pire le gouvernement ! Tel était le nouveau cri de guerre. De plus, si vous travailliez dans le secteur du crédit à Citicorp, il ne faisait pas bon refuser un crédit présenté par le département «banque d'affaires». Vous vous retrouviez assez rapidement avec un avis de licenciement pour tout commentaire !

En déréglementant le crédit, les autorités américaines ont profondément changé les signaux que le marché recevait. Ces autorités ont commis une erreur à la fois politique, économique et morale.

- Politique: le pouvoir de créer de la monnaie est considérable, car l'argent (papier) ne coûte rien à créer. Les autorités se sont rendues responsables d'une immense erreur conceptuelle en privatisant un bien par nature publique, le crédit, sans se donner les moyens de contrôler cette nouvelle forme de création monétaire.
- Économique, parce qu'elles accroissaient la fragilité du système à terme, en mettant en danger les dépôts des épargnants sans que ceux-ci soient consultés en amont.
- Morale, parce que l'échelle des rémunérations s'est alors déplacée de façon insensée. Autant il était moral que les banquiers d'affaires d'autrefois, qui risquaient toute leur fortune, aient une rentabilité élevée, autant il est incompréhensible que des salariés touchent massivement des bonus calculés sur des profits comptables purement fictifs et dont l'expérience a prouvé qu'ils pouvaient disparaître rétroactivement.

Mais tous ces salariés et toutes ces institutions étaient parmi les plus gros pourvoyeurs de fonds des campagnes électorales tant démocrates que républicaines...

Pendant que ce changement immense était en cours, le grand argentier américain, M. Greenspan, gouverneur de la Réserve fédérale - la banque centrale américaine -, commettait, lui, plus qu'un crime, une faute.

Replaçons-nous au début de la décennie actuelle. La bulle Internet vient d'exploser et l'économie américaine est en pleine récession. Un 11 septembre de sinistre mémoire, le terrorisme frappe les États-Unis, qui se retrouvent en état de guerre. M. Greenspan écroule les taux courts pour donner de l'oxygène à l'économie américaine, tandis que le président Bush baisse massivement les impôts. Tout cela était parfaitement normal et de bon gouvernement. Ces manœuvres réussissent et l'économie américaine commence à se redresser à partir du printemps 2002.

Et c'est là que M. Greenspan commet son erreur. Il attendra près de deux ans pour remonter les taux d'intérêt à court terme et les remontera trop peu. De ce fait, emprunter était une bonne affaire, une trop bonne affaire, surtout dans l'immobilier dont la hausse vertigineuse commence à ce moment-là. Il faut ici souligner qu'aux États-Unis, «extraire» du capital de sa maison pour peu que la valeur de celle-ci soit montée est extrêmement facile. La valeur montant, les emprunts pour extraire du capital frais des maisons se firent légion, parfois pour acheter une seconde maison, puis une troisième... La spirale de la spéculation était lancée.

Loin de moi l'idée fort à la mode aujourd'hui d'accuser M. Greenspan. Sa tâche était presque impossible: il fallait jongler avec une récession, un conflit militaire et une élection présidentielle à venir. Il n'en reste pas moins qu'en maintenant des taux trop bas pendant trop longtemps, la banque centrale américaine a gravement perverti un prix essentiel : celui de

l'argent à court terme, dont toute la structure financière dépend de la croissance économique.

Mais ce n'était pas tout. Parallèlement, le taux de change du dollar se mit à baisser sous l'effet de ce qui était en fait une croissance excessive de la masse de dollars en circulation. Cela permit au monde entier de s'endetter en dollars à bon compte sous la double influence de taux d'intérêt trop bas et d'un taux de change qui se dépréciait constamment, en partie à cause de ces taux d'intérêt trop bas.

La machine infernale de la spéculation nourrie par une accumulation de dettes était lancée non seulement aux États-Unis, mais aussi dans d'autres parties du monde. Si les États-Unis ne sont pas responsables de tous les aspects de cette crise, on peut dire malgré tout que ce sont eux qui en ont donné le coup d'envoi. Et l'origine, je le répète, n'est pas un marché devenu fou, mais deux erreurs de politique économique commises par des politiques ou des quasi-fonctionnaires, les banquiers centraux. Si l'on n'avait pas touché aux États-Unis aux mécanismes financiers qui présidaient à la distribution du crédit, rien ne se serait produit. Si la Réserve fédérale avait laissé les taux courts monter en suivant le PNB, ce que M. Greenspan avait toujours fait jusque-là, les dégâts auraient été beaucoup plus faibles.

Tristes erreurs, mais erreurs de politique économique et non de marché, encore une fois. Les intervenants de marché n'ont fait ensuite que s'adapter à de «faux prix» manipulés par les pouvoirs publics.

CHAPITRE III

Le péril jaune

"Quand la Chine s'éveillera, le monde tremblera."

Napoléon I^{er}

En 1997, une grave crise financière frappe l'Asie de plein fouet, avant de s'étendre en 1998 à la Russie, qui fait faillite. La thèse que nous allons développer est que cette crise est, en partie au moins, à l'origine de la crise actuelle avec laquelle elle a de nombreuses similitudes et ceci en raison des moyens que les pays asiatiques ont utilisés pour régler leurs problèmes de l'époque.

Un bref rappel des faits: un grand nombre de pays asiatiques, il y a maintenant une quinzaine d'années (1990-1997), avaient choisi d'avoir un taux de change fixe par rapport au dollar américain, avec des monnaies librement convertibles face à ce même dollar (pas de contrôle des changes, sauf en Chine). Mais ces pays avaient des taux d'inflation et des taux d'intérêt très différents des taux courts américains, ce qui rendait cette politique de taux de change «fixe» insoutenable à long terme.

Prenons en exemple la Thaïlande qui fut la première à sauter en été 1997. En 1996, les taux à court terme y étaient aux alentours de 10%, alors que les taux américains étaient à 5%, et il fallait à peu près 25 thaï bahts (la monnaie locale) pour acheter un dollar américain.

J'ouvre ici une petite parenthèse : s'il est vrai que parfois ces notions de taux d'intérêt ou de change peuvent apparaître rébarbatives et un peu professorales, elles

représentent cependant la base, les couleurs primaires en quelque sorte, du tableau de l'économie mondiale que je m'efforce de peindre, avec plus ou moins de succès, depuis plus de trente-cinq ans déjà. Je me suis astreint au cours de ma vie d'économiste et de financier à les prendre en compte, en tout temps et en tout lieu, afin de comprendre le «pourquoi» des choses, et c'est aussi souvent grâce à ces notions «primaires» que j'ai réussi parfois à limiter les dégâts pour mes clients là où d'autres piétinaient en utilisant de monstrueux modèles macroéconomiques qui avaient toujours raison, sauf aux moments des retournements, bien entendu.

Revenons à la Thaïlande. À l'époque, le pays connaissait une croissance très forte, en particulier grâce à un boom immobilier sans précédent lié au tourisme. Mettons-nous à la place du promoteur immobilier lambda dans ce pays. Pour financer ses promotions, ce dernier pouvait soit emprunter à 10% en thaï bahts auprès de sa banque locale, soit emprunter à 5%, parfois auprès de la même banque, mais cette fois-ci en dollars américains. Le choix était simple. Qui plus est, son gouvernement lui assurait qu'en aucun cas, le pays ne dévaluerait, pendant que tous les experts internationaux lui expliquaient en chœur que le dollar était engagé dans une baisse structurelle et que ce qui risquait d'arriver ne pouvait que lui être bénéfique puisque le baht allait être réévalué à terme. Enthousiasmé par ce qui apparaissait comme de l'argent pratiquement gratuit, notre promoteur emprunta alors dans la joie et l'allégresse en dollars américains... Comme on est rarement seul sur une bonne affaire, les rentrées de dollars en Thaïlande augmentèrent alors de façon vertigineuse, avec un effet profond sur la balance des paiements.

Un nouveau point d'explication s'impose face à la notion de balance des paiements et la façon dont elle fonctionne.

La balance des paiements se décompose toujours en deux parties :

- d'un côté, la balance des capitaux ;
- de l'autre, la balance des comptes courants, c'est-à-dire le solde entre ce que le pays achète à l'étranger et ce qu'il lui vend.

Par construction, puisqu'il s'agit d'une balance, les deux parties s'équilibrent. Pour éviter les à-coups, il est d'usage que la banque centrale locale conserve ce qu'il est convenu d'appeler des réserves de change, pour parer au plus pressé en cas de catastrophes.

Dans notre exemple, la rentrée massive de dollars entraînait un important excédent des capitaux (les emprunts de notre promoteur). De ce fait, nous avons automatiquement un excès de la balance des capitaux. Puisque c'est une balance, si un côté monte, l'autre se creuse, d'où le début d'un important déficit de la balance des comptes courants qui se détériora inexorablement au fur et à mesure que tous les promoteurs immobiliers venaient à tour de rôle chercher les dollars américains.

Tout aussi inexorablement, la dette thaï en monnaie étrangère augmenta sur le marché international, jusqu'à ce qu'un jour, elle devienne supérieure aux réserves de change du pays. Et à ce moment-là, tout s'écroula et tous les promoteurs découvrirent de concert que le roi était nu... Comme le dit Warren Buffet, le légendaire investisseur, «c'est quand la marée se retire que l'on voit qui nageait sans maillot».

Les prêteurs en monnaie étrangère, prenant peur, réclamèrent leurs remboursements et, bien entendu, il n'y avait

pas assez de réserves à la banque centrale pour honorer cette demande. Les promoteurs immobiliers, endettés en monnaie étrangère, se mirent à vendre sur le marché libre la monnaie domestique pour couvrir leurs risques. Du coup, la pression sur le taux de change augmenta, les taux courts grimpèrent les marches quatre par quatre jusqu'à l'Everest. Assez rapidement, le taux de change fixe (garanti par l'État thaïlandais) sauta, et le dollar passa ainsi en quelques semaines de 25 à 55 thaï bahts.

Chronique d'une crise annoncée.

Notre promoteur est maintenant ruiné, et sa banque avec lui, toute construction s'arrête ainsi que toute activité, et il faut faire appel en urgence au FMI pour restructurer la dette, le pays étant en faillite technique.

Le Fond monétaire international (FMI) est fantastique en cela qu'il est totalement prévisible. Les recettes et les méthodes qu'il applique sont immuables et gravées dans le marbre telles les Tables de la Loi de Moïse: organiser une grosse récession, dévaluer massivement, augmenter les impôts pour que le pays passe en balance commerciale excédentaire et puisse commencer à rembourser sa dette en exportant des capitaux au lieu d'en importer... Le but du FMI n'est pas en effet de sauver le pays, mais d'empêcher les banques qui ont prêté à notre promoteur de faire faillite à leur tour.

Ce qui fut donc fait avec pour conséquence une récession gigantesque de toute la Thaïlande, associée à une perte de souveraineté nationale dont le pays se souvient encore aujourd'hui. A l'échelle mondiale, ce désastre économique et humain aurait pu n'avoir d'autres conséquences que celles que l'on vient d'évoquer. Malheureusement, la Thaïlande était loin d'être un cas isolé en Asie: la Corée du Sud, la Malaisie, l'Indonésie et les Philippines se trouvèrent à leur tour dans une situation, en tous points, similaire. Tous ces pays firent plus ou

moins faillite et tous durent faire appel au FMI. Or, pour qui connaît un tant soit peu l'Asie et ses valeurs, il n'y a, en Asie, rien de pire que de perdre la face. Tous les Asiatiques se souviennent de l'image du président indonésien assis à une table et écrivant sous la dictée de M. Camdessus, alors président du FMI, les termes de ce qu'il faut bien appeler une capitulation financière sans précédent. Et tous les pays d'Asie se jurèrent alors, devant ce camouflet public, de ne plus jamais se retrouver dans une telle situation, à aucun prix !

Pour cela, la solution trouvée fut simple : maintenir désormais un taux de change structurellement sous-évalué, de façon à toujours dégager des balances commerciales excédentaires... En effet, une monnaie sous-évaluée décourage la consommation domestique, et donc les importations, et favorise en revanche les exportations... ce que l'ensemble du continent asiatique fait depuis lors avec une belle rigueur, que l'on se doit de lui reconnaître.

Un excédent de la balance des comptes courants équivaut à un déficit de la balance des capitaux ; en d'autres termes, le pays exporte constamment des capitaux. Malheureusement, les excédents des uns sont les déficits des autres et du coup le Grande-Bretagne, l'Espagne, la France et les Etats-Unis se mirent à avoir des déficits extérieurs importants, compensés bien sûr par des rentrées de capitaux équivalentes.

Logiquement, leurs monnaies auraient dû baisser graduellement vis-à-vis des monnaies asiatiques. C'est ce qui se serait passé si les taux de change n'avaient pas été manipulés. Pour empêcher cela, les pays asiatiques se mirent alors à acheter du dollar et des monnaies européennes (employant leurs excédents) qui vinrent gonfler leurs réserves de change de façon gigantesque. Restait alors à investir ces

réserves de change, ce qui fût fait en achetant des obligations émises par le Trésor français ou le Trésor américain⁶...

Tout ceci est certes un peu technique et je m'en excuse, mais le résultat final est très simple. L'intervention sur les marchés des changes des banques centrales asiatiques (chinoise en tête) a donné des faux signaux aux marchés en créant des faux prix, et ce sont ces faux signaux qui se trouvent, en partie au moins, responsables de la crise actuelle. Car les conséquences inéluctables de ces manipulations asiatiques visant à grimer la réalité du marché financier international furent les suivantes: hors d'Asie, les taux d'intérêt européens et américains se retrouvèrent de façon factice structurellement trop bas, puisque les Asiatiques achetaient sans arrêt nos obligations, ceci ayant pour effet de subventionner la consommation des ménages qui empruntaient «pour pas cher» et favorisait du même coup la spéculation immobilière. Le pauvre M. Greenspan se lamentait à l'époque: il augmentait les taux à court terme, mais les taux à long terme refusaient de monter. Comme l'immobilier suit les taux à long terme, M. Greenspan ne réussissait pas à casser la spéculation immobilière, à son grand dépit. Il avait même utilisé le mot «*conundrum*», synonyme de mystère incompréhensible, pour décrire la situation...

Les États, en Europe et aux États-Unis, qui pouvaient se financer à bon compte n'eurent aucune raison d'entreprendre la moindre réforme de structure et laissèrent faire. En contrepartie, les industries de nos pays, parfaitement viables si

⁶ L'un des signes que le cours de change d'une monnaie est maintenu artificiellement sous-évalué est toujours l'apparition de réserves de change gigantesques, la banque centrale du pays achetant les autres monnaies pour empêcher la sienne de monter. Le FMI devrait interdire ce genre de pratiques très dangereuses à terme pour les équilibres mondiaux.

les taux de change avaient été normaux, furent soumises ipso facto à une concurrence injustifiée et se retrouvèrent par voie de conséquence directe en dépôt de bilan ou dans l'obligation de délocaliser afin de tenter de préserver leur compétitivité.

Au même moment, sur les marchés financiers mondiaux, les gérants de portefeuilles du Vieux Continent ainsi que les grosses maisons de gestion de capitaux américaines cherchaient des niches pérennes où placer leur argent. Seules les entreprises non soumises aux effets des taux de change susvisés tiraient alors leur épingle du jeu et c'est ainsi que se mirent à prospérer les nouveaux bastions mondiaux du luxe (de L'Oréal à LVMH en passant par Hermès) vers qui les capitaux se mirent à affluer en masse. À tort ou à raison, l'avenir nous le dira...

Par ricochet, des pans entiers de l'industrie traditionnelle et du commerce local se trouvèrent alors pris en sandwich entre un abandon de financement (et donc de capitaux propres disponibles) et un effondrement de leur compétitivité. Ils finirent par s'écrouler tant la réalité économique du coût réel de fabrication d'un produit local face au même produit asiatique dopé par la sous-évaluation de son taux de change était insoutenable. Les Terrailon, Moulinex et Charles Jourdan n'étaient plus concurrentiels aux yeux des consommateurs qui préféraient, bien évidemment, payer moins cher leurs sèche-cheveux, grille-pain et escarpins, quitte à en changer plus souvent, forçant nombre d'entreprises à mettre la clé sous la porte ou à délocaliser, plan social à l'appui, les financiers s'en étant allés vers de plus verts pâturages depuis bien longtemps.

En Asie, par contre, le consommateur ne pouvait pas dépenser autant qu'il aurait pu et voulu puisque son pouvoir d'achat international était maintenu artificiellement bas. Les importations restèrent donc faibles et le niveau de vie

globalement inférieur à ce qu'il aurait dû être. En revanche, l'appareil de production devint petit à petit totalement disproportionné par rapport aux besoins locaux, ce qui rendit ces pays très vulnérables à une baisse subite de la demande mondiale⁷. On arrive ici à un nouveau paradoxe, car, en cherchant à se prémunir de «l'étranger», les pays asiatiques sont, dans les faits, devenus complètement dépendants de la consommation européenne ou américaine. En Europe et aux Etats-Unis, les taux d'intérêt artificiellement bas ont amené les ménages à emprunter pour consommer, en premier lieu dans l'immobilier.

La situation aujourd'hui peut se résumer ainsi : trop de maisons aux États-Unis et trop d'usines en Asie. Le jour où la crise immobilière en Europe ou aux États-Unis arrivera - et elle arrive toujours -, nous nous retrouverons avec quantité de maisons vides en Floride ou sur la Costa del Sol et des usines qui s'arrêteront partout en Asie.

Le crime monétaire de l'Asie a donc été d'abord de manipuler leurs taux de change en les maintenant à un niveau trop élevé (jusqu'en 1997) puis de continuer à spéculer sur ces mêmes taux de change en les maintenant cette fois-ci à un niveau trop bas.

Le jour où les pays asiatiques décideront de laisser leurs taux de change fluctuer librement sera un grand jour pour la croissance mondiale et pour le libéralisme, et ce jour est peut-être moins éloigné que certains ne le pensent. En effet les Asiatiques se rendent compte aujourd'hui que leur modèle mercantiliste ne fonctionne plus et, parallèlement, l'Europe et

⁷ C'est une loi qui connaît peu d'exceptions : à l'arrivée, les résultats d'une politique distordant les marchés sont presque toujours à l'inverse de ceux que l'on recherchait au départ. Le cas classique est le blocage des loyers entraînant la pénurie d'appartements.

les Etats-Unis comprennent de leur côté que la croissance infinie de la consommation étatique ou privée financée par l'endettement est chose du passé.

Enfin une bonne nouvelle.

CHAPITRE IV

L'Europe comme une tortue sur le dos

"Les taux de change sont les égoûts collecteurs des droits non gagnés."

Jacques Rueff

Il va nous falloir consacrer deux chapitres à L'Europe tant les problèmes y sont importants. Le premier s'attachera à analyser le désastre que constitue l'euro. Le second portera sur ce qui s'est passé depuis une dizaine d'années dans les anciens pays du bloc communiste. Certains ont mené une politique monétaire sage, d'autres se sont laissés aller à la facilité et ont lourdement emprunté en monnaies étrangères, se retrouvant dans une situation tout à fait similaire à celle que nous venons de décrire pour la Thaïlande.

Commençons par l'euro et reportons-nous en arrière, au moment de la chute du mur de Berlin.

Mauriac avait dit : «J'aime tellement l'Allemagne que je suis très content qu'il y en ait deux.» Cette phrase, très profonde, laisse entrevoir la réalité de la diplomatie française qui, depuis les guerres de 1870, 1914 et 1939, vit dans la terreur de la puissance allemande. On se souvient que pendant que le mur de Berlin était en train de tomber, M. Mitterrand, alors président de la République, s'était précipité en Allemagne de l'Est pour assurer le gouvernement communiste de l'indéfectible attachement de la France à l'Allemagne... de l'Est. Hélas, les Allemands ne tinrent aucun compte des conseils de M. Mitterrand et décidèrent de procéder à une réunification à marche forcée.

La question devint pour la France de savoir comment empêcher l'Allemagne, en raison de sa formidable supériorité économique, de dominer à nouveau l'Europe. Il était en effet évident que le Deutsche Mark (DM), qui était déjà la monnaie dominante, allait se retrouver dans une situation de quasi-monopole en tant que monnaie «d'épargne» et que les investisseurs français, italiens ou espagnols... allaient tous épargner en DM plutôt que dans leurs monnaies nationales.

Les traités européens interdisant tout contrôle des changes et toute limitation à la libre circulation des capitaux en Europe, on se retrouvait dans un système où nos chers déficits budgétaires allaient devenir très difficiles à financer. Les élites politiques se trouvèrent alors face à de déchirantes décisions comme par exemple couper dans les dépenses de l'État... Totalement impensable pour quiconque est passé par l'ENA. La solution retenue fut simple: créer une monnaie européenne, gérée par l'ensemble des pays de l'Union, ce qui éviterait une domination financière par trop écrasante de Berlin. Ce qui fut fait. Les élites allemandes, curieusement, acceptèrent, car elles se défient à peu près autant de leur peuple que les autres pays européens des élites allemandes. En revanche, en ce qui concerne le peuple, ce fut une tout autre histoire: 80% des citoyens allemands regrettent encore à ce jour la disparition du DM. De même, la quasi-totalité des populations européennes regrettent leurs monnaies nationales dont la disparition, dans la plupart des pays membres de l'Union, n'a pas été entérinée par la population par référendum, mais votée par des majorités de circonstance dans les Parlements nationaux.

Ce système monétaire sans précédent dans l'histoire, qui a vu le jour dans le Vieux Continent, est une construction purement politique qui présente des failles économiques absolument gigantesques, dont Milton Friedman disait qu'elles

apparaîtraient à la première récession européenne. Nous sommes en récession, et les lignes de fracture sont parfaitement visibles pour qui veut bien se donner la peine de regarder. Ces failles sont nombreuses, mais deux doivent retenir tout particulièrement l'attention des observateurs et des hommes de marché.

- La première est qu'il n'y a pas de niveau de taux d'intérêt qui soit satisfaisant pour tous les pays à la fois. Pour parler plus brutalement, un taux d'intérêt «moyen» pour l'Europe n'a aucun sens.
- La seconde est que rien n'est prévu au cas où les marchés Financiers décideraient de faire une grève des achats sur la dette grecque, italienne, irlandaise, espagnole...

Reprenons ces points l'un après l'autre en commençant par le premier, ce qui paraît être logique.

Revenons au b.a.-ba de ce que fait une banque centrale.

Dans une économie, il y a ceux qui prennent des risques (ce sera pour nous «les entrepreneurs») et ceux qui épargnent mais ne veulent pas prendre de risques (appelons-les «les rentiers», sans aucune connotation péjorative).

La rentabilité de l'entrepreneur s'appelle le profit, qui est ce qui reste quand l'entrepreneur a payé tous ses frais fixes (salaires, intérêts sur les emprunts, impôts locaux, amortissement du capital, publicité, amortissements, etc.). S'il perd de l'argent, c'est un incapable; s'il en gagne, c'est une crapule; tout le monde le sait ! En fait, le profit est la différence entre des coûts certains et des revenus incertains. Ce qui fait que l'entrepreneur vit constamment dans l'angoisse.

La rentabilité du rentier s'appelle la rente et est égale aux taux d'intérêt à court terme. C'est ce qu'il touche quand il achète un fonds de trésorerie investi en bons du Trésor de son pays. Le rentier s'attend à juste titre à revoir son capital à la fin

de la période, augmenté des intérêts qu'il a touchés. Le rentier vit dans une paix de l'esprit totale.

Sur le long terme, la croissance moyenne des bénéficiaires des entrepreneurs est égale, dans les pays bien gérés tout au moins, à la croissance du PNB, c'est-à-dire à la croissance de la richesse produite dans le pays. La croissance de la rentabilité pour notre rentier est quant à elle égale aux taux d'intérêt versés depuis qu'il a commencé à épargner. L'unique responsabilité d'une banque centrale est de fixer la rémunération des rentiers, soit le niveau des taux courts. Le reste de la structure financière se décline par rapport à ce coût initial. Plus le risque pris est grand, plus la rentabilité moyenne espérée «*ex ante*⁸» se doit d'être forte. C'est ainsi que fonctionne en bonne intelligence un système capitaliste et toute modification de cette règle d'or conduit inéluctablement à des désastres...

Imaginons, *horresco referens*, qu'une banque centrale incompétente maintienne les taux courts au-dessus du taux de croissance du PNB, c'est-à-dire au-dessus du taux de croissance des profits. Dans ce cas-là, les rentiers gagneraient plus que les entrepreneurs sur le long terme, ce qui voudrait dire que ceux qui prennent des risques gagnent moins que ceux qui n'en prennent pas. Comme les entrepreneurs sont directement responsables de la croissance économique, celle-ci s'arrêterait. Ce qui en pratique provoquerait un arrêt brutal des investissements, une hausse en flèche du chômage et des déficits budgétaires explosifs jusqu'à ce que la situation devienne proprement insoutenable pour presque tous les

⁸ Le résultat *ex post* sera toujours très différent du résultat attendu *ex ante*, comme on l'a vu par exemple au moment de la bulle Internet, les résultats *ex post* étant bien meilleurs que prévus pour ceux qui ont su vendre à temps et bien pire pour les autres.

intervenants du marché. Si, en revanche, les taux d'intérêt sont maintenus trop bas, personne ne voudra plus épargner; tout le monde voudra consommer ou investir, la balance commerciale se détériorera massivement, l'immobilier connaîtra une hausse spéculative et insoutenable, et l'inflation réapparaîtra.

L'euro, de façon fort surprenante, nous garantit une chose: nous aurons à faire face à ces deux problèmes conjointement dans différents pays européens. Pour beaucoup, cette monnaie est magique car elle nous protège des dangers extérieurs. Mon intention est de montrer que cette protection est de même qualité et de même nature que celle que nous offrait la ligne Maginot. Comme le disait de Gaulle: «A quoi sert une place imprenable? A être prise»... Les stratégies défensives toujours et partout échouent, et l'euro est une stratégie défensive s'il en fut jamais

Prenons l'exemple de l'Allemagne et de l'Espagne.

L'Allemagne a un taux de croissance (nominal) d'environ 2,5% par an. L'Espagne, quant à elle, a crû de 5% par an en moyenne depuis la création de l'euro. La croissance moyenne de ces deux pays est donc de 3,75% par an. Si la BCE maintient ses taux à 3,75%, cela amène inévitablement à un double désastre, et ceci pour les raisons suivantes.

À 3,75%, les taux sont trop hauts pour l'Allemagne.

En Allemagne, les activités domestiques, dont l'immobilier, ont un taux de croissance de leurs profits de 2,5% par an en moyenne. Il n'y a aucune raison de procéder à des investissements internes. La construction allemande rentre dans une baisse prolongée, personne n'empruntant plus puisque les taux sont très supérieurs à la rentabilité attendue. Seules les activités liées au commerce international tirent leur épingle du jeu, car elles ont un taux de croissance supérieur à 3,75%. Pas de consommation interne (elle est au même niveau en

Allemagne qu'en 1990), pas de croissance immobilière, boom des exportations, le surplus de la balance commerciale explose.

L'Allemagne a aujourd'hui un surplus égal à 7% de son PNB, ce qui est monstrueux. Passons à l'Espagne, pour laquelle les taux de la BCE sont trop bas.

Il y a symétriquement une hausse formidable de la consommation et de l'immobilier, appuyée sur un endettement toujours plus grand des particuliers et des entreprises, un déficit extérieur gigantesque et un secteur exportateur en régression rapide. Au bout de dix ans de cette politique, l'Espagne se retrouve avec deux millions de maisons inoccupées (c'est-à-dire en nombre absolu, plus qu'aux États-Unis dont l'économie est dix fois supérieure à celle de l'Espagne) dont personne ne sait qui va les acheter, des particuliers surendettés qui travaillaient dans l'immobilier et qui ne peuvent plus rembourser leurs dettes puisqu'ils sont au chômage, des banques en quasi-faillite, des recettes budgétaires qui s'écroulent, puisqu'elles étaient toutes peu ou prou liées à l'immobilier, et bien sûr un déficit extérieur gigantesque (plus de 9% du PNB).

Et puis, un jour, la musique s'arrête, car elle s'arrête toujours, et les Espagnols cessent alors d'acheter des voitures, qui étaient construites en Allemagne, et l'économie allemande s'écroule à son tour.

L'euro conduit à l'une des plus mauvaises allocations de ce bien rare entre tous qu'est le capital. Mais le moins que l'on puisse dire, c'est que la politique suivie par la BCE n'a pas aidé, bien au contraire. Pour expliquer cette assertion, je vais me permettre une faute de goût en me citant moi-même dans un article que j'avais publié pendant l'été 2008 dans *Le Journal des Finances*.

Un danger public et un danger pour le public

Écrire les lignes qui vont suivre m'est pénible. Je n'aime pas accuser les gens des erreurs qu'ils ont pu commettre. Je sais mieux que personne que prendre des décisions et en supporter les conséquences est l'une des choses les plus difficiles qu'un responsable ait à assumer. Et pourtant je dois écrire que la gestion de la crise financière par M. Trichet a été absolument calamiteuse au point qu'il est sans aucun doute le principal responsable de l'implosion actuelle de notre système financier européen.

Quelles sont donc les erreurs commises par M. Trichet ? Par ordre d'importance, les voici.

1. Il a confondu inflation et hausse des prix. Le déflateur du PNB européen, la plus large mesure de l'inflation en Euro Land, oscille autour de 2 % depuis quatre ans, sans aucune tendance à la hausse. Par contre, l'indice des prix à la consommation en Euro Land est monté jusqu'à 4,5%, à cause du prix du pétrole. Cette hausse correspondait à un changement des prix relatifs de l'énergie et non à quelque poussée inflationniste que ce soit. Ce qui n'a pas empêché notre gouverneur de hurler au loup inflationniste et de monter les taux: d'intérêt bien au-dessus du taux de croissance des économies européennes, faute gravissime. Ceci nous amène à la deuxième erreur.

2. Sur le moyen terme, la croissance des profits dans n'importe quel pays est égale à la croissance du PNB nominal. Dans un système économique normal, les entrepreneurs ont donc une hausse de leurs revenus égale à la croissance du PNB, tandis que les rentiers touchent les intérêts que leur versent leurs fonds de trésorerie. Si les taux d'intérêt sont supérieurs au taux de croissance, les rentiers touchent plus que les entrepreneurs, prendre des risques ne

paye plus et l'économie s'arrête brutalement, nous avons donc une récession. Depuis un an, les taux sont au-dessus de la croissance en Europe et l'économie européenne est en train de s'effondrer. Il est vrai que la croissance économique n'est pas de la responsabilité de la BCE, mais il est encore plus vrai que la BCE n'est pas non plus censée suivre une politique qui tue la croissance. C'est pourtant ce qui a été fait.

3. La crise bancaire a commencé il y a plus d'un an. Tout le monde savait que les banques dans le monde entier en général, et en Europe en particulier, étaient dans une situation difficile. Au printemps de cette année, tous les indicateurs avancés de l'économie européenne ont commencé à s'effondrer. En avril, il n'y avait plus le moindre doute que l'économie du Vieux Continent allait rentrer en récession. La quasi-totalité des banques se sont donc positionnées pour une baisse des taux courts en Europe. Patatras, juste après que la Fed et le Trésor américain aient sauvé Bear Stearns, trois jours après que M. Bemanke ait déclaré qu'il voulait que le dollar monte, la BCE a annoncé qu'elle allait monter ses taux en juillet. Toutes les banques commerciales furent prises à contre-pied et perdirent des milliards sur leurs positions, la courbe des taux s'inversant brutalement au lieu de se pentifier comme tout un chacun l'attendait. Ces milliards manquent cruellement aujourd'hui, comme chacun peut le constater. La responsabilité de la faillite de plusieurs banques européennes est donc à mettre au débit de cette décision insensée d'augmenter les taux courts en juillet. Le dollar s'écroula, le prix du pétrole explosa à la hausse, ce qui condamnait à une mort certaine des milliers d'entreprises dont les coûts montaient et dont la compétitivité

disparaissait. En juillet, les taux furent montés de 0,25 point, comme promis, et la BCE pour faire bonne mesure annonça qu'elle allait durcir les conditions de ses prises en pension pour certains papiers à partir de février 2009, déclenchant de ce fait un véritable effondrement des prix de ces mêmes papiers et menant les banques à une faillite certaine compte tenu de la règle de «marked to market». On a du mal à imaginer pareille incompétence...

4. Alors même que nous sommes dans la crise financière la plus grave depuis la Deuxième Guerre mondiale, la BCE maintient ses taux à 3,75%, au lieu de les amener à toute allure à 1 %. 3,75% est très supérieur à la croissance du PNB nominal dans TOUS les pays européens aujourd'hui. Le système est lourdement endetté (sociétés, particuliers, États), le coût de la dette explose tandis que les rentrées disparaissent, les faillites se multiplient et on va - peut-être - baisser les taux au printemps 2009 ? Maintenir les taux courts à ce niveau, c'est garantir que l'Europe va rentrer en déflation- dépression, ce qui relève maintenant d'une quasi-certitude. Un seul responsable à cet inéluctable désastre, la BCE, dont le gouverneur restera comme l'homme qui a organisé le troisième suicide de l'Europe en un siècle. Je suis absolument atterré de l'incompétence inimaginable dont fait preuve la BCE, qui dépasse tout ce que je pouvais imaginer, et pourtant, je ne m'attendais pas à être déçu en bien, comme disent nos amis suisses.

Pour des raisons structurelles aussi bien que d'incompétence notoire de la BCE, nous nous retrouvons avec une allocation du capital complètement absurde et, en fin de parcours, nous avons trop de maisons et d'agents immobiliers en Espagne et trop d'usines et d'ouvriers en Allemagne.

Brillant résultat, mais totalement inévitable car il est la conséquence directe de la façon dont l'euro a été conçu. Il ne peut pas y avoir un taux d'intérêt d'équilibre qui satisfasse à la fois l'Allemagne et l'Espagne (ou l'Irlande ou l'Italie ou la France...). Et l'incompétence de la BCE n'aide pas. Nous sommes maintenant face à un système en profond déséquilibre, une tortue retournée ventre en l'air et sans que personne ne soit capable de la remettre sur pattes !

Venons-en maintenant à la seconde faille intérieure du système, qui cette fois-ci touche aux financements des déficits budgétaires. L'effondrement de la croissance partout en Europe, créé par cette allocation du capital totalement absurde, laisse la majorité des Etats en situation de déficits budgétaires très importants avec des systèmes bancaires très fragilisés; car les banques allemandes ont prêté à l'immobilier non pas chez elles, mais ailleurs, en Espagne ou dans les anciens pays communistes de l'Est par exemple. En effet, comme personne n'empruntait en Allemagne, il fallait bien prêter à l'extérieur. De ce fait, les dérives budgétaires de certains pays s'aggravent de façon très préoccupante. Des pays comme la Grèce ou l'Italie sont aujourd'hui dans des situations périlleuses, tandis que l'Espagne, l'Irlande ou le Portugal ne sont pas loin derrière.

Mais pourquoi se faire du souci pour un déficit budgétaire? Ne suffit-il pas d'emprunter pour régler le problème? Certes, mais quelques réalités de base doivent être rappelées ici. Un déficit budgétaire signifie que l'État dépense plus que les rentrés d'impôts ne le permettent, la différence devant, dès lors, être empruntée. La somme des emprunts du passé constitue la dette de l'État. Plus la dette est importante, plus le service de la dette le devient aussi et moins l'État a d'argent liquide pour ses autres fonctions, ce qui est bien

gênant si on veut remporter les prochaines élections en distribuant quelques «cadeaux» préélectoraux. Au bout d'un certain temps, le coût de financement de la dette devient supérieur à ce que l'État peut emprunter et le système rentre dans une «trappe à dettes» selon l'heureuse formule de Keynes. Or un certain nombre d'États européens sont en train d'y arriver.

Voyons l'exemple de l'Italie.

- La dette accumulée en raison des déficits budgétaires passés est de l'ordre de 110% du PNB italien (les critères de Maastricht prévoyaient un maximum de 60%).
- La croissance italienne est en train de s'effondrer et le déficit budgétaire sera certainement supérieur à 6%, voire 7% du PNB en 2009, ce qui augmentera d'autant la dette globale de l'Italie.
- Les taux longs (auxquels l'État italien emprunte) sont à 4,4% environ au moment où ces lignes sont écrites.
- La croissance du PNB italien en termes nominaux depuis 2002 a toujours été inférieure à ce chiffre.

Donc, si je comprends bien, l'État italien emprunte à 4,4% pour investir aujourd'hui à zéro. C'est la «trappe à dettes». Le résultat est inéluctablement la faillite, comme l'a très bien montré l'exemple de l'Argentine il y a peu, surtout si l'on commence avec une dette égale à 110% du PNB...

L'Italie, si les tendances actuelles se poursuivent, va à la faillite. Un jour (quand?), les acheteurs d'obligations, les fameux investisseurs institutionnels (autrement surnommés «zinzin» par les financiers), qui comptent la Chine, les pays du Golfe, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, et qui détiennent la moitié de la dette italienne en croyant avoir acheté des obligations allemandes, vont se rendre compte que l'Italie va à la faillite. Que se passera-t-il à ce moment-là? La réponse

est que personne n'en sait rien, le cas n'étant pas prévu par le traité de Maastricht.

Quelques tentatives de solutions peuvent cependant être évoquées.

- L'Europe émet des obligations conjointes garanties par l'ensemble des pays européens. L'Allemagne pour l'instant s'y refuse, cela n'est pas prévu par les traités et, en termes clairs, cela voudrait dire que l'Allemagne garantirait la dette italienne, ce qui soulève fort peu d'enthousiasme à Berlin ou à Francfort.
- La BCE achète directement des obligations italiennes. Cela est interdit par ses statuts, mais devant un cas de force majeure, peut-être serait-il sage de les oublier. Dans ce cas, les marchés comprendraient immédiatement que l'euro n'est pas du DM mais de la Lire et on peut penser que son taux de change baisserait brusquement, ce qui serait sans doute une bonne nouvelle.
- . L'Italie restructure sa dette, ce qui veut dire qu'elle fait faillite, en appelant le FMI à la rescousse? Impensable. Mais bien des choses impensables se sont passées depuis un an. Depuis quelques trimestres, nous sommes souvent passés de solutions impensables à des solutions inévitables, sans jamais passer par la case solutions probables...
- L'Italie décide de sortir de l'euro en donnant l'ordre à sa banque centrale d'acheter les obligations dont personne ne veut. Cela s'appelle la «monétisation de la dette» et amène en général à un effondrement du taux de change, ce qui serait une très mauvaise nouvelle pour les concurrents de l'Italie telles la France et l'Allemagne, mais une très bonne nouvelle pour l'économie italienne. Il faut savoir ici que la dette italienne a été émise non pas en euro, mais dans la monnaie de l'État souverain italien, aujourd'hui l'euro, demain la

nouvelle lire? Les remboursements des dettes passées auraient donc lieu non pas en euros mais en nouvelles lires. Désagréable surprise pour l'épargnant français qui aurait son assurance-vie investie dans un fonds obligataire lourdement chargée en dette italienne. Et il y en a...

Ces scénarios, tous plus désagréables les uns que les autres, sont en train d'être pris en compte par les marchés puisque les taux longs italiens, qui étaient quasiment au même niveau que les taux allemands il y a dix-huit mois, sont maintenant très supérieurs aux taux allemands (4,4% contre 3,17% pour nos voisins d'Outre-Rhin). La prime de risque s'est tendue sur les taux italiens de plus de 1 % pendant cette période.

Voilà qui est alarmant. Et le même phénomène s'est produit pour la Grèce, l'Espagne, l'Irlande voire la France...

La réalité est que l'euro a permis à tous les pays qui refusaient de se reformer d'emprunter à bon compte, aux taux allemands. Ce qui fait qu'aujourd'hui, ils se retrouvent avec une dette qui explose et des réformes à entreprendre en période de récession, ce qui est quasiment impossible.

L'euro a permis à tous ces pays d'emprunter la voie de la facilité et a donc amené à une extraordinairement mauvaise allocation du capital. Les sociétés étaient tuées par un taux de change surévalué et des taux trop hauts ou trop bas, et les États pouvaient emprunter à bon compte. L'argent disponible n'allait pas à l'investissement, mais à la consommation publique. Nous en voyons le résultat aujourd'hui.

Remettre de l'ordre dans les pays qui ont choisi l'euro va prendre du temps et n'est peut-être pas réalisable sans une crise aiguë. Et ce qui nous ennuie le plus avec l'Europe et

l'euro, c'est qu'il n'y a pas de mécanismes de marché⁹ qui permettent de corriger ces dysfonctionnements. Le problème est politique et devra être réglé par les politiques.

Regardons maintenant l'autre versant du problème européen, c'est-à-dire la situation dans les ex-pays de l'Europe communiste, qui eux aussi ont commis un certain nombre d'erreurs dont il va falloir, d'une façon ou d'une autre, payer la note, qui sera en grande partie présentée à nos banques et à nos exportateurs.

⁹ À ce propos, le prédécesseur de l'euro, le SME, était beaucoup moins stupide puisqu'il permettait des ajustements qui se passaient pendant des crises de change, lesquelles remettaient les pendules à l'heure de temps en temps.

CHAPITRE V

Quand les baleines remontent à la surface

"L'Europe, de l'Atlantique à l'Oural."

De Gaulle

Les crises financières ont, en pratique, beaucoup en commun avec la pêche à l'explosif. Quand une grenade explose en profondeur, on voit d'abord remonter, le ventre à l'air, les plus petits poissons. C'est seulement au bout d'un certain temps que l'on voit remonter les baleines. Ainsi, chaque crise financière que j'ai traversée dans ma carrière a été marquée par la remontée d'une ou de plusieurs baleines; notables remontées en ce qu'elles annonçaient souvent la fin de la crise. Citons, pour mémoire, l'exemple de la Grande-Bretagne qui fit appel au FMI en 1977, le Mexique en août 1982, l'Union soviétique en 1989, le système des caisses d'épargne aux États-Unis en 1993-1994, la Russie en 1998, Enron en 2002...

Le capitalisme et les crises sont l'avvers et le revers d'une même pièce de monnaie. S'étonner que le capitalisme aille de crise en crise revient à s'étonner qu'une roue tourne. De ces crises le capitalisme sort toujours renforcé, et c'est ce processus d'explosion-implosion qui permet au système de s'adapter et à la population de voir son niveau de vie monter décennie après décennie. Que ce processus soit douloureux, nul n'en disconvient, mais un accouchement est toujours douloureux. Encore une fois, c'est son essence même.

Dans la crise actuelle, nous avons déjà eu un certain nombre de baleines qui sont remontées à la surface: citons l'Islande, le système bancaire américain ou anglais, General

Motors ou Chrysler, Hypovereinsbank (en Allemagne), Natexis et Dexia en France... La liste est déjà longue et l'on pourrait penser que la surface de la mer est déjà un peu encombrée. Pourtant, la dernière baleine n'est peut-être pas encore remontée; ce pourrait bien être un grand nombre de pays de l'ex-Europe de l'Est.

Les chiffres sont en effet alarmants. Je ne veux pas ennuyer le lecteur avec des tableaux de chiffres ou de ratios, mais il est difficile de parler d'économie sans en fournir quelques-uns de temps en temps. Commençons par le déficit commercial.

L'ensemble de ces pays ont aujourd'hui un déficit extérieur d'environ 170 milliards de dollars par an, c'est-à-dire qu'ils achètent à l'extérieur pour 170 milliards de dollars de plus qu'ils ne vendent. Ce n'est pas un fait nouveau : depuis des années, ces pays ont un déficit important financé par des rentrées de capitaux provenant de l'étranger ou par un endettement des citoyens en monnaie étrangère. La nouveauté est que plus personne ne veut investir dans ces pays. Qui voudrait en effet bâtir une nouvelle usine de voitures en Roumanie? Renault? M. Sarkozy, ce parangon du libéralisme triomphant, serait très fâché... nul n'oserait s'y risquer. Qui plus est, plus personne ne veut prêter ni aux banques ni aux particuliers dans ces pays tant les prêteurs sont peu sûrs de revoir leur argent. Les emprunts russes, la bourgeoisie française s'en souvient encore avec douleur, et bourgeoisie échaudée craint définitivement l'eau froide.

Première question: d'où vont venir les 170 milliards? Réponse: une fois encore, personne n'en sait rien. Logiquement, cet argent devrait être apporté par l'Union européenne, mais les pays qui la constituent ont eux-mêmes des problèmes de fin de mois. On pense donc au FMI, mais ce

dernier n'a pas les ressources nécessaires. En conséquence de quoi, il conviendrait d'augmenter ses ressources. Mais les seuls qui pourraient remettre de l'argent au pot sont la Chine, les États-Unis et le Japon, qui ne voient pas très bien pourquoi ils devraient brûler des ressources pour un problème qui, somme toute, n'est qu'euro-péen. D'autant plus que la Chine a un droit de vote au FMI équivalent à celui de la Belgique et que les Japonais ou les Chinois ne comprennent pas pourquoi le directeur général du FMI devrait toujours être un Français. Bref, de gros problèmes diplomatiques se profilent à l'horizon, puisqu'il faudrait alors redistribuer des prébendes, qui autrefois revenaient de droit à des fonctionnaires français, pour les attribuer à des fonctionnaires d'autres pays qui n'ont comme qualité que d'avoir beaucoup d'argent en réserves de change.

Reste la solution thaïlandaise, russe ou coréenne: l'économie s'écroule, et les importations sont de ce fait réduites à néant, ceci étant en général accompagné d'un véritable effondrement de la monnaie. L'embêtant, dans ce cas de figure, est que les importations de ces pays sont les exportations allemandes, suédoises ou françaises... Ainsi, les exportations de Volvo Trucks, le fabricant de camions suédois haut de gamme, sont en baisse de 80% d'une année sur l'autre.

Une forte récession, accompagnée d'une chute du taux de change, semble inévitable pour ces pays, que le FMI intervienne ou pas. En soi, le problème est déjà important et ne va pas être facile à gérer tant les opinions publiques locales peuvent être inflammables. Dans beaucoup de ces pays se trouve une minorité russe qui peut représenter jusqu'à 30% de la population et qui a souffert d'une politique active de discrimination depuis le retour à l'indépendance de nos frères européens lâchement abandonnés à l'ours russe en 1945 lors de la conférence internationale de Yalta. Il ne faisait pas bon être

d'origine russe en Lituanie ou en Ukraine ces dernières années... Ces minorités pourraient être «activées» par Moscou pour créer une demande de retour à la mère patrie russe, ce retour étant présenté comme une solution à la crise. Or certains de ces pays font aujourd'hui partie de l'Otan, ce qui forcerait cette alliance militaire à intervenir si un cas comme celui de la Géorgie venait à se présenter. Pour mémoire, il y a déjà eu des émeutes en Lituanie et en Ukraine, et les gouvernements y sont totalement déconsidérés et inefficaces.

Mais le problème ne s'arrête pas là, hélas... Comme nous l'avons mentionné, ces pays ont depuis longtemps des déficits extérieurs, financés jusqu'alors par des capitaux venant de l'étranger. Ils ont donc accumulé une dette en monnaies étrangères, principalement en euros. Cette dette se monte aujourd'hui à 1 700 milliards de dollars environ. Qui a prêté cet argent? Nos chères banques européennes, bien entendu, qui ne pouvaient pas laisser passer une aussi bonne occasion de faire de mauvaises affaires. Si ces pays font faillite, comme l'Islande l'a fait, comme l'Ukraine est en train de le faire, comme la Lituanie, la Bulgarie, la Hongrie, la Roumanie s'en rapprochent, nos banques vont perdre beaucoup d'argent. Les banques autrichiennes par exemple ont prêté à ces pays environ 80% du PNB autrichien, mais des banques allemandes, suédoises, italiennes sont aussi concernées.

Pour mettre les choses en perspective, le montant des subprimes américains (prêts immobiliers à des gens qui ne pouvaient pas rembourser) atteignait 1000 milliards de dollars, soit 700 milliards de dollars de moins... Pour résumer et conclure sur l'Europe et l'Europe de l'Est: une vraie grosse baleine n'a pas encore fait surface et tous ceux qui croient que la crise est d'origine américaine et qu'elle est uniquement américaine se font des illusions. Il y avait des tonneaux de

poudre sèche partout, prêts à exploser. La première étincelle est tombée sur le tonneau américain, d'où le feu d'artifice actuel.

Le tonneau européen est au moins aussi gros, et la mèche enflammée se rapproche lentement, sans que nos autorités s'en émeuvent beaucoup, tout occupées qu'elles sont à se chamailler entre elles ou à accuser les États-Unis...

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE

Le cercle de la manipulation

Nous avons identifié un certain nombre de fautes lourdes et les interactions qu'elles ont eues les unes sur les autres, lesquelles entrent pour une grande part dans les causes de la crise que nous traversons. Appelons ces interactions le «cercle de la manipulation».

Le schéma est le suivant : les pays d'Asie, Chine et Japon en tête, suivent une politique mercantiliste¹⁰ et donc maintiennent des taux de change sous-évalués, ce qui comme nous l'avons montré plus haut les amène à avoir des taux d'épargne excessifs, qui se manifestent par des balances commerciales excédentaires. Cet argent, au lieu d'être dépensé par ceux qui l'ont gagné, reflue alors vers la banque centrale qui l'utilise pour acheter des actifs financiers à l'étranger, c'est-à-dire des obligations d'État dans les pays déficitaires, aux États-Unis et en Europe en particulier, puisque ce sont eux qui ont les déficits extérieurs ou budgétaires les plus importants. Du fait de ces achats massifs par les Asiatiques, le coût de

¹⁰ Le but d'une politique mercantiliste à la Colbert est de dégager des excédents perpétuels de la balance commerciale, le commerce international étant conçu comme une guerre et le succès étant défini comme une accumulation toujours plus grande de stocks d'or (l'Espagne au XVIème siècle, la France au XVIIème). Ce faisant, on réduit les moyens de paiement chez ses propres clients qui ne peuvent plus acheter puisqu'ils n'ont plus d'or et le pays fournisseur est ruiné. Les deux pays les plus touchés par la crise actuelle sont les deux grands pays mercantilistes, le Japon et l'Allemagne, toujours à la recherche d'une revanche de la Deuxième Guerre mondiale.

l'argent aux États-Unis et en Europe est trop bas dans ces deux zones...

Aux États-Unis, ces taux d'intérêt trop bas autorisent une spéculation immobilière gigantesque, dont nous payons la note aujourd'hui. Il faut cependant bien se rendre compte que lorsque les Américains bâtissent des maisons, ils ne construisent pas de voitures et que ces voitures, nécessaires pour aller de la (nouvelle) maison au bureau ou au supermarché, il a fallu les acheter quelque part... c'est-à-dire en Asie. Les Asiatiques ont donc sciemment manipulé les taux américains pour promouvoir leur propre production, au détriment de leur consommation interne. Aujourd'hui, ils se retrouvent sans les maisons qu'ils n'ont pas bâties et avec des usines qui tournent au ralenti, ce qui est le résultat inévitable d'une politique mercantiliste.

Accuser le libéralisme dans ces conditions, c'est faire preuve d'une totale incompréhension de ce qui s'est passé dans la réalité. Si les taux de change asiatiques avaient été déterminés par le marché, ils auraient été plus élevés, les taux d'intérêt aux États-Unis également et la spéculation immobilière et sa conséquence directe, la crise bancaire, n'aurait pas pu avoir lieu...

En Europe, la manipulation a suivi des voies un peu différentes. Là aussi, les taux d'intérêt étaient trop bas, ce qui a permis à la spéculation immobilière en Espagne, en Irlande ou en Grande-Bretagne de se développer. Mais ces taux bas ont aussi permis aux États italiens, grecs, français et anglais d'emprunter beaucoup plus qu'ils n'auraient pu le faire autrement, autorisant de ce fait tacitement la non-réforme des systèmes publics.

Aux États-Unis, nous avons assisté à un boom de la consommation privée, tandis qu'en Europe, ce fut une

explosion de la dépense publique... En Grande-Bretagne par exemple, tous les emplois créés depuis sept ans l'ont été dans la fonction publique pendant que le secteur privé, et en particulier l'industrie, s'atrophiait. Et en Europe, comme nous avons essayé de le montrer, l'existence de l'euro facilitait et amplifiait cette désastreuse allocation du capital dont nous payons les conséquences aujourd'hui.

Expliquer que la crise a été créée par un libéralisme déchaîné revient à faire preuve encore une fois d'une complète incompréhension des phénomènes qui nous ont amenés là où nous en sommes. Plût au ciel que la crise ait été créée par un libéralisme débridé. Elle serait beaucoup moins difficile à résoudre, comme l'a montré la bulle Internet, d'origine purement privée et qui n'a laissé que peu de traces dans l'économie réelle.

La crise actuelle, nous la devons à des manipulations étatiques qui ont mal tourné et la solution que l'on nous propose, c'est, évidemment, plus d'intervention étatique. Est-ce rassurant?

La responsabilité des États fut en grande part de planter, en quelque sorte, le décor dans lequel les intervenants du secteur privé allaient devoir officier. Ce qui ne veut pas dire que ces intervenants n'ont pas de responsabilité dans ce qui est arrivé, bien au contraire.

Dans une deuxième partie, il va nous falloir analyser comment ces différents acteurs du secteur privé ont joué leurs propres partitions dans le cadre imposé par les États, et là encore, nous allons découvrir des choses bien surprenantes, en particulier sur la collusion qui a existé depuis de nombreuses années entre certains intervenants du système financier et certaines autorités publiques (banques centrales, autorités de contrôle, etc.). Bien des gens devraient être en prison ou, à tout

le moins, mis en retraite anticipée pour se faire oublier, mais comme ils sont au sommet de la pyramide des pouvoirs politiques et financiers, gageons qu'il ne leur arrivera jamais rien.

Les industriels vont en prison ou se font débarquer par leur conseil d'administration, pas les banquiers. On se demande pourquoi? Savent-ils trop de choses sur les politiques ou est-ce à force d'avoir fréquenté les mêmes cafés pendant leurs études?

DEUXIÈME PARTIE

Les banques au coeur du maelström

CHAPITRE VI

Du Credo au Crédit et Retour

"L'Europe, de l'Atlantique à l'Oural."

De Gaulle

Comme nous l'avons dit dès les premières lignes de ce modeste ouvrage, cette crise, au départ tout au moins, n'était pas une crise économique mais une crise financière, distinction qui mérite quelques mots d'explication.

Dans le fond, le capitalisme navigue avec une imperturbable sérénité de crise en crise, selon le principe déjà mentionné de la «création destructrice». Une étude historique un peu brute montre que dans la pratique, il y a deux sortes de crises.

- Les crises économiques, qui se produisent quand les entreprises ont trop investi dans des secteurs qui leur apparaissaient comme prometteurs, mais qui à l'arrivée déçoivent puisque tout le monde y a investi en même temps et qu'on se retrouve en surcapacité. L'archétype récent est bien entendu la crise qui a suivi la bulle Internet.
- Le deuxième type de crise est la crise financière: les banques ont trop prêté, en général à l'immobilier, et se retrouvent dans une situation encore plus difficile qu'à l'accoutumée.

Les banques sont en effet des animaux très délicats présentant de nombreuses analogies avec les moutons (de Panurge) avec des règles d'organisation et de fonctionnement qui les rendent très fragiles.

La crise actuelle est donc une crise financière du type de celles que nous avons connues en 1907 aux États-Unis, en

1930 dans le monde entier, en 1990 au Japon, en 1992 en Suède, en 1994 aux États-Unis (faillites des caisses d'épargne)... Selon la façon dont les autorités gèrent le problème, une telle crise peut être résolue en quelques mois ou bien traîner pendant des années, et conduire à une dépression.

Pour proposer des solutions appropriées, il faut bien entendu comprendre la nature des problèmes. Dans le cas d'une crise financière, elle est toujours liée à l'essence même de ce qu'est une banque. Nous allons donc devoir consacrer quelques pages aux banques, à leurs innovations, à leurs dissimulations, à leurs mensonges, pour essayer ensuite de voir si oui ou non les bonnes solutions sont en train d'être apportées. Nous devons aussi mettre en lumière les complicités parfois incompréhensibles dont les banques ont bénéficié de la part des autorités censées les contrôler: banques centrales, autorités de contrôle diverses et variées, agences de notation, pouvoirs politiques...

Auparavant, il nous faut d'abord préciser ce qu'est une banque. Pour que nous puissions aller plus loin dans cet ouvrage, il est en effet nécessaire de savoir une chose, et une seule: techniquement, les banques sont constamment en état de faillite. Quand le public prend conscience de cette réalité toute simple, nous avons alors une crise financière. En effet, si les déposants à la banque souhaitent récupérer leur argent tous à la fois, la banque ne pourrait absolument pas les satisfaire. Il faudrait fermer les portes et déposer le bilan. Pourquoi? Pour une raison fort simple: toute banque de base fait de la transformation dans le temps. Elle emprunte de l'argent à court terme, en collectant des dépôts qu'elle rémunère en général à un taux très bas, et le prête à moyen/long terme à un taux beaucoup plus élevé aux entreprises, aux particuliers ou à l'État, et ainsi elles gagnent de l'argent.

Elles transforment des dépôts (liquides) en crédits (illiquides)...

Si donc tous les déposants voulaient leur argent le même jour, en aucun cas il ne serait disponible. Les banques ne disposent pas de grands coffres comme ceux de l'oncle Picsou dans lequel elles entasseraient l'argent de leurs dépositaires. Ce sont purement et simplement des machines à transformer de l'argent à court terme en argent à long terme. Comme les déposants ont confiance, il est rare qu'ils demandent leur argent tous en même temps. S'ils le font, c'est la catastrophe...

Nous touchons là à la racine psychologique profonde de ce qui permet à une banque de fonctionner: le «crédit». Le mot trouve peut-être une origine lointaine dans le latin « credo », que l'on peut traduire par « je crois » ou « j'ai la foi ».

La banque, comme l'Église, ne fonctionne que sur la foi, et sur rien d'autre. Schumpeter, toujours lui, disait que pour qu'une économie tourne harmonieusement, il fallait respecter trois conditions :

- la sécurité juridique ;
- l'existence d'entrepreneurs prêts à prendre des risques ;
- un système de crédit qui fonctionne.

Le crédit ne fonctionne que sur la confiance ; quand celle-ci disparaît, le crédit disparaît aussi. Et l'économie périclité immédiatement puisque l'un des trois piliers sur lesquels elle était bâtie s'écroule. Cet effondrement entraîne assez rapidement celui des deux autres. En premier lieu, la confiance entre une banque et ses déposants peut disparaître, ce qui est déjà ennuyeux, en particulier pour les déposants. De là nous passons assez facilement à la méfiance entre cette banque et les autres, ce qui devient encore plus grave. Le pire est quand la confiance disparaît entre toutes les banques les unes vis-à-vis

des autres. C'est un désastre, et c'est ce qui s'est produit en septembre 2008.

Pour éviter ces pertes de confiance qui peuvent être aussi soudaines qu'imprévisibles, les États ont mis en place depuis fort longtemps des systèmes pour rassurer les petits et les grands dépositaires. Ils reposent sur plusieurs règles ; certaines touchent aux banques, d'autres aux relations des banques entre elles ou avec les pouvoirs publics.

- Les banques doivent disposer de fonds propres importants. Un capital conséquent et disponible à tout moment donne confiance et permet d'amortir les chocs.
- Ces fonds propres doivent être conservés dans des actifs extrêmement liquides, comme des bons du Trésor ou des obligations d'État.
- En général, les banques ne doivent pas prêter plus de 10 à 12 fois leurs fonds propres, ce qui veut dire que si elles ont un capital de 1 milliard d'euros, elles peuvent prêter entre 10 et 12 milliards d'euros.
- Les banques doivent mettre en réserve des sommes plus ou moins importantes selon la nature des risques qu'elles portent dans leurs bilans. Si le prêt est très risqué, la banque doit déposer d'importantes réserves non rémunérées à la banque centrale, ce qui réduit d'autant la rentabilité du prêt. Si le prêt est peu risqué, peu de réserves...
- Ensuite, les États garantissent tout ou partie des dépôts dans les banques. Pour financer cette garantie, ils prélèvent chaque année une cotisation d'assurance qui est versée à une société censée assurer ces dépôts et rembourser les déposants en cas de faillite de la banque.
- De plus, les États ou les banques centrales exercent un contrôle permanent sur les banques pour s'assurer qu'elles ne

commettent pas d'excès et qu'elles respectent les règles prudentielles indispensables.

- Enfin, si rien de ceci n'a suffi et qu'une ou plusieurs banques sont en difficulté, alors il est d'usage de considérer que l'État, c'est-à-dire le contribuable, est, et a toujours été, un partenaire silencieux et masqué qui doit prendre le contrôle de l'institution défaillante.

Mentionnons rapidement ici que la quasi-totalité de ces principes de base ont été oubliés un peu partout ces dix dernières années, et que c'est de là que vient techniquement la crise actuelle. Le démontrer sera notre tâche dans les chapitres qui suivent.

Ceci revient à mettre à jour une réalité toute simple : si le pauvre lecteur se rend à sa banque pour demander un prêt, il peut s'attendre à une longue séance de torture. Il devra livrer tous les détails sur ses revenus et ceux de sa famille, sur son patrimoine, sur la stabilité de son emploi et celui de son épouse ou de ses enfants, sur les garanties qu'il peut apporter. Bref, aller chez son banquier est presque aussi stressant que d'aller chez son percepteur, et c'est très bien comme cela.

En revanche, imaginons que la Société générale ait quelques milliards d'euros d'excédent de trésorerie. Elle les prêtera sans aucun problème pour quelques jours ou quelques semaines au Crédit agricole ou à la BNP sans leur faire passer la moindre visite de contrôle. Pourquoi ces deux poids, deux mesures? Tout simplement parce que la Société générale pense que la Banque de France, ou la BCE, ou la Commission de contrôle des banques, ou les réviseurs comptables des autres banques... ont déjà fait ce travail et que point n'est besoin de le refaire. Là encore, les banques se font confiance les unes aux autres parce qu'elles pensent que les Etats et les banques centrales ont fait leur devoir et que si par hasard ce n'était pas

le cas, eh bien l'Etat se substituerait à la banque, non sans avoir au préalable ruiné les actionnaires, en rachetant les actions de la banque à zéro et en en garantissant le passif.

En mettant Lehman Brothers en faillite le 15 septembre 2008, M. Paulson a complètement détruit la confiance que les banques avaient les unes dans les autres, et cela en une seule décision qui restera l'une des plus fatidiques et des plus incompréhensibles de l'histoire financière. Un seul homme, par un acte aberrant, a déclenché une crise gigantesque qui n'était pas vraiment nécessaire. Comme dans la plupart des accidents d'avion, nous sommes ici face à une erreur humaine colossale, mais qui fut le fait d'un politique et non d'une erreur du marché.

Rappelons les faits, en précisant ici qu'à ce stade du livre, notre but n'est pas de remonter aux origines lointaines de la crise, ce que nous ferons dans les chapitres suivants, mais d'expliquer que M. Paulson a purement et simplement tiré un coup de bazooka dans la tête du système de crédit mondial. Procédons selon la technique du flash-back cinématographique. Le meurtre est présenté au début du film, et le metteur en scène revient ensuite en arrière pour nous expliquer comment on en est arrivé là.

Lehman Brothers (LB) est à l'époque l'une des grandes banques d'affaires américaines, avec des positions énormes dans l'immobilier, les marchés des actions et des obligations, les taux de change, les produits dérivés, etc. LB était en relation d'une façon ou d'une autre avec quasiment tous les établissements financiers de la planète et, au moment de sa faillite, le nombre de transactions croisées entre Lehman et le reste du monde était sans doute supérieur à 4 milliards. D'un seul coup, la certitude que les banques avaient dans le fait que

les transactions dans lesquelles elles étaient engagées avec chacune de ses contreparties seraient honorées s'écroule.

A cela trois raisons.

La première est que beaucoup de sociétés avaient de l'argent en dépôt ou en transit chez Lehman ; d'après ce que l'on peut savoir, environ 583 milliards de dollars. Quand Lehman a déposé son bilan, cet argent est tombé dans le pot commun de la faillite et les propriétaires légitimes n'y ont plus eu accès. Personnellement, je connais un «hedge fund» parfaitement performant à Paris qui a été littéralement obligé de fermer ses portes parce qu'il avait depuis toujours utilisé Lehman comme dépositaire principal... 583 milliards de dollars sont bloqués pour des années en attendant que la justice américaine décide à qui appartient cet argent. Cette somme représente à peu près 80% de l'argent (700 milliards !) que le même M. Paulson réclamait au Congrès des Etats-Unis quelques semaines après pour contrer la vague de faillites qui déferlait. Peut-être aurait-il été plus simple de dépenser quelques milliards un peu plus tôt pour empêcher ce double désastre?

La deuxième est qu'il apparaît à tous qu'une banque peut faire faillite. Du coup, la Société générale cesse de prêter ses excédents de trésorerie à qui que ce soit, et la liquidité interbancaire se tarit. J'étais en octobre 2008 dans les locaux de l'une des plus grandes banques mutualistes de la place de Paris, et ce jour-là, le département de la trésorerie avait reçu l'ordre de sa direction générale de ne prêter qu'à neuf banques en tout et pour tout sur toute l'Europe, contre plusieurs dizaines précédemment. Du coup, la monnaie, moyen de paiement essentiel, cesse d'être disponible, le crédit, en particulier à la consommation, se raréfie et chaque banque craignant les faillites de ses propres emprunteurs cesse de prêter pour se

livrer à une rétention de cash massive. Avoir du cash et ne pas le prêter devient une condition de survie sine qua non pour chaque banque qui entasse ses billets dans son matelas (à la banque centrale). Nous rentrons alors rapidement en déflation (trop de biens + pas assez d'argent = baisse généralisée des prix).

La troisième est que personne ne connaissait les positions de ces banques vis-à-vis de Lehman. La faillite de Lehman allait-elle entraîner celle de Natixis, de Fortis, de la BNP, de RBS? Personne n'en savait rien !

La faillite de Lehman a donc réintroduit dans le système bancaire mondial quelque chose qui en avait complètement disparu : une insécurité juridique totale sur la solvabilité de la totalité des établissements financiers. Le deuxième pilier de Schumpeter à son tour s'affaissait. Non seulement le système de crédit était atteint, mais la sécurité juridique qui permettait à l'économie mondiale de fonctionner s'était dissipée en une journée.

Et du coup, le lundi 15 septembre au matin, le commerce mondial s'arrêtait net. Aux exportations sont toujours attachées des lettres de crédit garanties par des banques. Si Peugeot exporte des voitures à Hong Kong, l'importateur demandera à sa banque locale (Royal Bank of Scotland par exemple) une lettre de crédit garantissant le paiement des voitures. Cette lettre sera présentée et acceptée par la banque de Peugeot à Hong Kong, qui effectuera le virement au constructeur automobile. Si la banque française à Hong Kong refuse la lettre de crédit de la RBS, alors les exportations ne peuvent avoir lieu, et la production automobile française s'effondre instantanément. Depuis la faillite de Lehman, les exportations et les importations se sont écroulées

partout comme jamais dans l'histoire. Des chiffres de baisse de 50% d'une année sur l'autre sont courants.

Bien entendu, ce tarissement du crédit tant domestique qu'international a touché en premier lieu les petits entrepreneurs, qui n'ont pas accès aux marchés financiers, en particulier aux marchés obligataires, et qui n'ont souvent qu'une seule banque... Rappelons que dans la plupart des pays, 90% des emplois nouveaux sont créés par des entreprises de moins de 50 personnes et que les grandes entreprises ne créent pas d'emplois mais en détruisent. Le chômage ne pouvait qu'exploser, ce qui, bien entendu, par un effet de second tour, entraîna un effondrement de la consommation. Ce sont les entrepreneurs qui à l'heure actuelle souffrent le plus. En tuant les entrepreneurs, la crise financière détruit le dernier pilier de Schumpeter.

Devant cet enchaînement fort prévisible de catastrophes, on peut légitimement se poser la question: mais pourquoi avoir permis la faillite de Lehman? Un rachat à zéro, quelques dizaines de milliards de dollars de garantie et une garantie de passif par le Trésor américain eussent empêché tout cela. Pour mémoire, rappelons que le coût actuel des sauvetages se monte à plusieurs milliers de milliards de dollars...

Les réponses à cette question sont multiples mais pas très satisfaisantes.

- M. Paulson, ancien de Goldman Sachs, détestait le président de Lehman, l'un de ses principaux concurrents. Pas bien sérieux, mais pas impossible.
- L'administration Bush et le parti républicain voulaient montrer qu'ils n'étaient pas aux ordres de Wall Street. Cette manœuvre a assuré la victoire d'Obama, McCain devançant

Obama dans les sondages la semaine précédant la faillite de Lehman... on connaît la suite.

- Il fallait faire un exemple, le risque moral étant par trop important si jamais l'un de ces financiers fous n'était jamais puni («*moral hazard*», disait-on en anglais). Raisonement stupide s'il en fut. Si la dépression des années 1930 nous avait appris quelque chose, c'est que ruiner les actionnaires d'une banque n'était pas grave, laisser la banque faire faillite était une idiotie. Mêler l'économie et la morale amène toujours à des désastres, et nous venons de le voir encore.

Pour moi, l'explication est plus simple: j'avais un ami, quand je vivais en Grande-Bretagne, qui était un historien très célèbre. Son éditeur lui avait demandé de faire un livre sur le rôle de la bêtise dans l'Histoire. Enthousiasmé par le sujet, il avait accepté. Quelques semaines après, recherches faites, il était revenu voir son éditeur pour lui dire que c'était impossible, qu'il ne savait pas par où commencer tant le sujet était vaste. A mon avis, la décision de M. Paulson restera dans l'Histoire comme l'une des plus grandes boulettes qui aient jamais été faites. Et comme d'habitude, elle a été prise par des gens hyperdiplômés, à qui tout avait réussi jusque-là. Comme le dit le proverbe grec: «Quand les dieux veulent vous perdre, ils vous rendent fous.»

CHAPITRE VII

Tout commence par de bonnes intentions

"Un banquier, c'est quelqu'un qui vous prête un parapluie quand il fait beau, et qui vous le reprend dès qu'il se met à pleuvoir."

Mark Twain

Cette crise est donc une crise bancaire et financière et comme la plupart des crises financières, celle-ci vient de très loin. En fait, tout commence avec Franklin Roosevelt, à la fin des années 1930. Confronté à une dépression, d'origine financière elle aussi, le président américain avait cru bon de créer Fanny Mae, un organisme de financement des achats immobiliers à destination de la classe moyenne. Le but était simple : au prétexte que les banques ne voulaient plus prêter aux particuliers pour l'achat de leurs maisons, cet organisme allait se substituer aux prêteurs habituels en bénéficiant du soutien «implicite» de l'Etat. Comme cet organisme ne collectait pas de dépôts (ce n'était pas une banque), le financement en était assuré par des émissions obligataires. Pour simplifier, si Fanny Mae octroyait une hypothèque de 100000 dollars, elle émettait en contrepartie une obligation de 100000 dollars souscrite par les compagnies d'assurance ou les caisses de retraite, ravies de prêter indirectement à l'État plutôt qu'aux particuliers. De ce fait, les taux hypothécaires offerts par Fanny Mae furent constamment plus bas que ceux du marché, ce qui revenait à une subvention déguisée à l'immobilier (qui pourtant ne vote pas) au profit de la classe moyenne (qui, elle, vote).

Comme la quantité de capital disponible dans une économie est fixe, subventionner l'immobilier revenait bien sûr à pénaliser les autres emprunteurs. En fait, cela favorisait l'immobilier au détriment du reste de l'économie. Première distorsion...

En 1969, le Congrès des États-Unis à majorité démocrate animé des mêmes intentions louables - permettre au petit peuple de devenir propriétaire, et donc favoriser sa réélection - créa un clone de Fanny Mae, appelé Freddy Mac, qui bénéficiait des mêmes avantages fiscaux, ajoutant de ce fait une autre couche de distorsion au marché des capitaux.

Rapidement, ces deux institutions, en bonnes créatures du parti démocrate qu'elles étaient, devinrent des machines indispensables au financement dudit parti et se retrouvèrent non seulement parmi les plus grosses contributrices au parti des présidents qui les avait créées, mais aussi parmi les plus puissants «lobbies» de Washington.

Les républicains, bien qu'étant largement arrosés eux-mêmes, essayèrent maintes fois de privatiser ces créatures hybrides en alertant du danger qu'elles faisaient courir au système financier, tant leur endettement était devenu considérable au regard de leurs fonds propres extrêmement faibles. Fonds propres insuffisants, corruption généralisée, abus de position dominante, faveurs distribuées aux politiciens censés les contrôler, rien ne manquait à l'appel. En comparaison, le Crédit lyonnais nationalisé des années 1980 en France apparaît comme une aimable plaisanterie. Le dernier et l'un des plus acharnés à essayer de remettre de l'ordre dans ce qui était devenu les écuries d'Augias était sans doute McCain, le candidat républicain battu à la dernière élection présidentielle, qui en l'occurrence fit preuve d'honnêteté autant que de naïveté.

Jamais cependant les républicains ne réussirent à briser la résistance acharnée des démocrates à toute réforme.

Ces institutions prédatrices souffraient cependant de certaines limites : elles ne pouvaient pas prêter «aux riches», c'est-à-dire pour acheter des maisons «chères», et ne pouvaient prêter aux autres qu'en appliquant des critères de solvabilité assez drastiques. Autrement dit, elles ne pouvaient pas prêter à ceux qui auraient sans doute eu du mal à rembourser...

À la fin des années Clinton, une étude de la Réserve fédérale de Boston (succursale locale de la banque centrale) s'attacha à prouver qu'en matière d'octrois d'hypothèques les «minorités» (nom de code aux États-Unis pour désigner les Noirs) souffraient de graves discriminations. Quelque temps après, les hypothèses statistiques sur lesquelles cette étude était fondée furent mises en pièces par de nombreuses contre-études, mais le mal était fait. Le pouvoir politique s'était cru autorisé entre-temps à donner l'ordre aux banques «normales» de prêter aux minorités pour leur permettre d'acheter de l'immobilier en y consacrant un pourcentage fixe de leurs prêts. Ces injonctions étatiques déclenchèrent bien sûr une forte hausse de la demande de maisons à partir de 1999, et un renchérissement important du prix de l'immobilier. Après cinq ou six ans d'envolée ininterrompue du prix des maisons, non seulement la population, mais plus grave encore les institutions financières étaient persuadées que l'immobilier «ne pouvait pas baisser», et la spéculation se déchaîna réellement, avec les conséquences que chacun peut voir aujourd'hui...

Avant de continuer à dérouler le scénario de ce désastre annoncé, remarquons simplement que pour l'instant nous n'avons aucune trace d'un libéralisme débridé, mais de nombreuses manifestations d'un État subventionnant l'immobilier, intervenant de façon autoritaire dans les critères

devant présider à la distribution du crédit sous la pression d'un personnel politique à peu près aussi innocent de pratiques douteuses que les socialistes français au moment de l'affaire Urba.

Croire que ces pratiques furent limitées aux États-Unis relève bien entendu de la naïveté. En Grande-Bretagne, la résidence principale est exclue de l'impôt sur les plus-values. Un peu partout, les intérêts sur les emprunts hypothécaires sont déductibles des impôts. Ici ou là, des emprunts à taux zéro sont proposés. Bref, dans tous les pays, les politiques achètent depuis fort longtemps le vote des électeurs à grands coups de subventions immobilières, que bien entendu le reste de l'économie paye.

Comme disait Bastiat, le meilleur économiste que la France ait connu: «En économie, il y a ce qui se voit et ce qui ne se voit pas.» Ce que l'on voit, c'est la subvention¹¹, et ce que l'on ne voit pas, c'est le coût du capital devenant plus élevé pour le reste de l'économie, ce qui engendre les conséquences habituelles. Quand le coût du capital est trop élevé pour le secteur productif, cela conduit inéluctablement à une mauvaise répartition de cette ressource rare et, à l'arrivée, à un chômage élevé, ce qui est humainement insupportable.

Ces quelques précisions historiques ayant été apportées, il faut maintenant se rapprocher de la période actuelle et se poser la question suivante : essayons de nous mettre à la place d'un dirigeant de banque aux États-Unis. Comment faire pour prêter à des gens dont il sait qu'une grande partie d'entre eux sera incapable de rembourser, sans mettre en danger son

¹¹ L'école dite du «public choice» aux États-Unis a montré de façon très convaincante qu'il existait un «marché politique», les politiques achetant les voix de la majorité avec l'argent de la minorité.

institution? Le gouverneur de la banque centrale de la Chine communiste a rappelé avec beaucoup de bon sens: «Nous n'avons pas participé à ce mouvement parce que nous ne voyions pas comment gagner de l'argent en prêtant à des gens qui ne pourraient pas rembourser. »

Comment donc notre banquier commercial a-t-il pu croire une seconde qu'il arriverait à ce résultat impossible, alors qu'un bon communiste voyait, lui, cette impossibilité? La réponse est qu'il en a été convaincu par la combinaison mortelle d'une nouvelle invention financière, d'un usage dévoyé de la statistique, d'une tentation irrésistible (faire sa propre fortune rapidement) et de l'intervention dans tout ce processus de ce qu'il est convenu d'appeler les agences de notation.

Voyons ces points les uns après les autres.

- La nouvelle invention, c'est la «titrisation» («sécuritisation» en anglais). Dans le bon vieux temps, quand les banques octroyaient un prêt, il restait dans leur bilan jusqu'au remboursement Final. La rentabilité du prêt se calculait donc à la fin. Dans le nouveau système, la banque émet une série de prêts, les regroupe en un seul portefeuille qu'elle vend à une tierce partie (compagnie d'assurance, banque étrangère, fonds de pension). Par conséquent, tous ces prêts sortent en théorie du bilan de la banque. La banque n'est plus porteuse de risques, mais simplement créatrice de risques dont elle se débarrasse aussi vite qu'elle le peut. Gros avantage: dès que le risque sort du bilan de la banque, il ne faut plus attendre des années pour calculer le profit. Cela peut être fait instantanément et comme de substantiels bonus sont payables au management de la banque en fonction des profits réalisés dans l'année, on voit immédiatement l'intérêt pour ledit

management de sortir du modèle ancien pour se précipiter dans le nouveau.

- L'usage de la statistique. Les armées de mathématiciens et de statisticiens employés par les banques à Wall Street ou ailleurs s'attelèrent à résoudre le problème du remboursement des prêts par ceux qui n'auraient pas dû emprunter. La solution est très simple et très élégante. Dans un premier temps, en s'appuyant sur les statistiques concernant les prêts accordés dans le passé, il suffit de bâtir un échantillon représentatif d'emprunteurs qui avaient des revenus similaires à ceux dont on pense qu'ils auront du mal à rembourser. Si dans le passé 20% de ces gens ont été incapables de rembourser, on prendra 20% comme hypothèse de défaut de paiement dans le futur. Dans un deuxième temps, on fait la manœuvre suivante: on crée, par exemple, trois portefeuilles. Le premier recevra la totalité des paiements qui lui sont dus, jusqu'à ce que les intérêts et la dette de ce portefeuille soient complètement payés. Ce premier portefeuille sera donc de très grande qualité. S'il reste de l'argent une fois ces premiers paiements effectués, il ira au deuxième portefeuille, qui sera ainsi servi en «subordonné», ce qui veut dire qu'il ne recevra des paiements que lorsque tous les paiements devant avoir lieu pour le premier auront été couverts. Bien entendu, ce deuxième portefeuille sera considéré comme beaucoup plus risqué que le premier. Enfin, s'il reste de l'argent après ces deux paiements, il sera affecté au troisième portefeuille. En principe, les chances de faillites sont beaucoup plus grandes pour le troisième portefeuille que pour les deux premiers, puisqu'il ne recevra des paiements que si les deux autres ont déjà été payés. Une fois ces portefeuilles constitués, il ne reste plus qu'à les vendre à des taux d'intérêt très différents.

On vendra le premier pour qu'il rapporte 6% à l'acheteur (par exemple), le deuxième pour qu'il rapporte 9% et le troisième pour qu'il rapporte 12%, la différence de taux étant censée couvrir la différence de risques. Malin ! Un léger problème est cependant apparu à l'usage: il n'y eut aucun rapport entre l'échantillon statistique (le modèle sur lequel les calculs avaient été réalisés) et la réalité des années 2000. Dans le premier échantillon, les gens voulaient vraiment être propriétaires ; dans le second, on offrait aux emprunteurs de vivre gratuitement dans une belle maison. S'ils ne pouvaient pas payer, le problème n'était pas pour eux, mais pour la banque. À l'arrivée, les non-paiements n'atteignirent pas 20% mais 40% ou 50%, ce qui change quelque peu la donne. D'où la crise actuelle.

- Le dilemme du dirigeant. Notre homme a donc trouvé la solution à son problème. Mais en plus, il y a un gros avantage pour lui, personnellement: il peut enregistrer les profits l'année même de l'opération, sans attendre des lustres pour savoir si les remboursements vont être honorés. Et comme son bonus dépend du profit annuel de son institution, il peut toucher des dizaines de millions de dollars chaque année, au lieu de se contenter de son salaire et de son bonus habituel. C'était si irrésistible que cela amena certains banquiers à de sordides manœuvres pour faire croire aux marchés que le risque avait vraiment quitté leurs bilans, alors que ce n'était pas le cas. Voici ce qu'ils firent. Le plus simple était de créer une société soi-disant indépendante (techniquement, on les a appelées «conduits» ou «SIV» selon les cas¹²), qui se

¹² Citicorp, au coeur de la tempête actuelle, a été le plus grand créateur de ces sociétés bidons. Selon certaines estimations, plus de 40% de ces monstres ont été créés par cette institution américaine. On se demande où étaient les réviseurs comptables, les autorités de tutelle, la banque centrale ?

finançait en émettant du papier monétaire, lequel était vendu aux fonds de trésorerie déjà existants, souvent gérés par la même banque. Si, par hasard, ces fonds monétaires ne pouvaient plus ou ne voulaient plus financer ces créatures douteuses qui n'étaient rien d'autres que des banques non régulées et sans fonds propres, cela ne posait pas de problème: la banque n'avait qu'à octroyer, dès le départ, à notre SIV une ligne de crédit sur laquelle ladite SIV pouvait tirer en cas de besoin. Simple et tout d'exécution. Cette ligne de crédit était «hors bilan» et ne supportait pas de réserves obligatoires, c'est-à-dire que ni les actionnaires, ni les autorités de contrôle, ni parfois même le conseil d'administration n'étaient au courant... Cette fine manœuvre permettait au management de faire croire que le risque de ces prêts était sorti du bilan, alors qu'en réalité ce n'était pas le cas, comme cela apparut clairement pendant l'été 2007. À cette époque, les fonds de trésorerie refusant d'acheter le papier émis par les SIV, les lignes de crédit furent activées et tous ces papiers pourris remontèrent instantanément dans les bilans des banques, qui se retrouvèrent complètement sous-capitalisées et en grave menace de faillite, Citicorp en tête. Madoff en comparaison est un amateur maladroit. À ce point de l'explication, le lecteur averti doit se dire: nous y sommes. Voilà la démonstration que le libéralisme ne marche pas... Oui et non. Le libéralisme bien compris implique le respect de la règle juridique et le fait que tout le monde ait les mêmes informations en même temps, ce qui était loin d'être le cas, on en conviendra. De plus, il suppose une certaine éthique chez les dirigeants. Remarquons au passage que tous ces dirigeants, coupables non dans la lettre mais dans l'esprit, n'étaient jamais des actionnaires mais des salariés. Encore une fois, le problème n'est pas que les capitalistes aient eu le

pouvoir et en aient abusé. Le problème est que ceux qui s'étaient arrogé le pouvoir dans ces entreprises n'étaient pas capitalistes, c'est-à-dire qu'ils ne détenaient pas d'actions dans les sociétés qu'ils étaient en train de ruiner. Parfois, ils détenaient des stock-options, qu'ils s'empressaient de vendre dès que le cours d'exercice était atteint. En bonne morale, tous ces dirigeants devraient être en prison et les tribunaux devraient leur coller des amendes au moins égales à cet argent gagné sans risques pour eux, mais avec des risques énormes pour leurs institutions. L'ennui, c'est qu'ils ont tous respecté les règles juridiques et réglementaires qui existaient, ce qui les met à l'abri de toute poursuite. En fait, ils ont fait de l'arbitrage réglementaire à leur profit exclusif, ce qu'ils n'auraient jamais pu faire sans la complicité active ou passive d'une autre série d'institutions communément appelées «agences de notation», dont nous devons parler maintenant.

- Les agences de notation. Ces agences de notation sont au nombre de trois : Moody's, Standard & Poor's, toutes deux américaines, et Fitch, détenue par des intérêts français. Les deux premières sont dominantes et contrôlent à peu près 90% d'un marché estimé à plus de 5 milliards de dollars par an. Décrire leur mode de fonctionnement et les privilèges invraisemblables dont elles bénéficient revient à faire un tour dans un monde surréaliste où la finance s'appuie sur l'État pour obtenir un monopole légitimé par les différentes législations concernant le contrôle des institutions financières. Explication : quand une compagnie d'assurance, une banque ou un fonds de pension achète une obligation ou un prêt émis par une autre institution (Citicorp par exemple), on s'attendrait à ce qu'elle fasse une analyse serrée du produit qu'elle achète. Or l'ennui, c'est que cela prendrait beaucoup

de temps et que les informations ne sont pas toujours disponibles. Heureusement, il existe une solution: les agences de notation. Celles-ci font une analyse du prêt ou de l'obligation et lui donnent une «note» qui peut aller de AAA (très grande qualité, probabilité de faillite quasiment nulle) à CCC ou DDD (obligations très spéculatives ou pourries) en passant par BAA, BBB, etc. Sur le principe, rien à redire, cela fait gagner du temps à tout le monde. Il y a un léger problème cependant : ces institutions ne sont pas payées par les acheteurs de la dette, mais par les émetteurs de cette dette. Imaginez un monde où les guides de restaurants seraient financés par les restaurateurs et non par les consommateurs et cela donne une idée de la fiabilité de ces notes. Le conflit d'intérêts est évident: si Moody's ne donne pas une bonne note à Citicorp, Citicorp apportera tout son business à S&P ou Fitch, et le responsable de ce refus sera viré. Mais là où le système devient fou, c'est que ces notations sont prises en considération dans les législations nationales ou internationales et influencent la réglementation de toutes les banques et de toutes les compagnies d'assurance. Une obligation notée AAA supporte infiniment moins de réserves obligatoires auprès de la banque centrale qu'une obligation ou un prêt moins bien noté. Il s'agit de l'un des cas les plus extraordinaires à étudier: des sociétés privées voient leur clientèle potentielle obligée par les pouvoirs publics de passer par elles pour satisfaire aux demandes réglementaires du même État. Nous nous retrouvons devant une version moderne des fermiers généraux, sur qui l'État se déchargeait du soin de collecter les impôts. Les pouvoirs publics garantissent donc le monopole de sociétés privées en les introduisant au cœur même du système étatique de réglementation du crédit, créant de ce fait une très belle rente

à des intérêts purement privés. Quand j'avais que l'État n'a pas fait ce qu'il aurait dû faire - contrôler la monnaie - et qu'il a fait ce qu'il n'aurait pas dû faire - orienter le crédit en fonction des préférences politiques de ceux qui étaient au pouvoir -, je n'étais pas loin de la vérité.

Poursuivons à partir du processus de titrisation qui permettait aux banques de scinder leurs prêts en trois portefeuilles: l'un très sûr, le deuxième à risque moyen, le troisième lourd de problèmes potentiels. Eh bien, l'étape suivante consistait à demander aux agences de notation de «donner une note» à chacun de ces portefeuilles et, ô surprise, la note correspondait chaque fois aux attentes et aux calculs de la banque. Pour donner une idée de la dérive qui s'est produite, il n'y avait, avant que cette crise éclate, que quatre ou cinq sociétés dans le monde qui bénéficiaient de la notation AAA. Leurs obligations étaient donc très recherchées parce que fort rares. En contrepartie, ces sociétés pouvaient emprunter à très bon marché tant la solidité de leur bilan était flagrante. Voilà qui appelait une correction. Puisque la demande pour les produits AAA était très forte, on allait en créer autant qu'il en faudrait. Ainsi, au plus fort de la vague de titrisation, ces trois sociétés de notation accordèrent chaque semaine cette note à des dizaines de portefeuilles construits par les banques, et furent payées en conséquence. Comme le disait l'un des responsables de l'une de ces firmes dans un e-mail qui aurait dû rester confidentiel : «Si l'on nous demandait de donner une note à une vache, nous le ferions...» Les pauvres compagnies d'assurance, fonds de pension ou banques ayant des excédents de dépôts, rassurés par ces notes mirobolantes, accumulèrent ces obligations. Mais ces notes varient avec le temps. Quand les emprunteurs cessèrent de rembourser en nombres plus importants que ceux estimés par la banque, les agences de

notation retrouvèrent une vertu perdue et abaissèrent sauvagement les notes. Il ne fut pas rare de voir un portefeuille passer en quelques semaines de AAA à CCC. AAA ne demande qu'un niveau minimum de réserves obligatoires, CCC un niveau très important. Banques et sociétés d'assurance se retrouvèrent tout à coup sous-capitalisées et donc dans l'incapacité totale d'octroyer un prêt à leurs clients normaux, ou d'en assurer les risques. D'où la crise de financement actuelle. Encore une fois, aucune responsabilité du libéralisme dans tout ça, mais un groupe de copains et de coquins, prenant l'Etat en otage pour s'organiser une rente, ce qui chaque fois nous amène au désastre...

Résumons: les responsabilités de toute cette crise sont à partager entre les financiers, inventeurs de la titrisation (qui était et reste une bonne idée), les matheux, qui ont voulu nous faire croire qu'ils avaient trouvé une solution pérenne au problème du risque, ce qui est impossible - on ne transforme pas le plomb en or -, les banquiers-salariés, qui ne pouvaient pas laisser passer une aussi bonne occasion de s'en mettre plein les poches, et les agences de notation, qui ne pouvaient pas ne pas suivre leurs clients banquiers, et ce d'autant plus que l'enrichissement des premiers assurait l'enrichissement des seconds.

Certes, il s'agit là d'acteurs privés, mais on est en droit de se demander avec ahurissement où était la police pendant toutes ces débauches? Car enfin un système bancaire parallèle se met en place, sans capital et sans contrôle, et les banques centrales ne voient rien de ce qui se passe sous leur nez? Les agences de notation, attirées par l'appât de gains à court terme, se laissent corrompre et les ministres des Finances ne se sentent pas concernées alors que l'on est en train de détrousser les épargnants devant eux? Les auditeurs des banques entérinent

sans sourciller des comptes d'exploitation et des bilans sans aucun rapport avec la vérité comptable pour permettre aux dirigeants de s'enrichir de façon éhontée, et personne ne dit rien !

L'évidence est que cette crise trouve essentiellement son origine dans l'incapacité totale des États et des banques centrales presque partout dans le monde à exercer leur rôle de contrôle des acteurs du système financier. Cette crise est donc aussi une crise de l'État, incapable de remplir ses missions. Nous sommes loin d'une crise du seul capitalisme.

En profiter pour plaider en faveur d'un accroissement du rôle de l'État équivaut à remettre les clefs de la cave à un alcoolique, dont la devise semble être: «Je suis leur chef, donc je les suis.» Si le peuple est fâché contre les riches et les banquiers, poursuivons les riches et les banquiers, quelle que soit leur culpabilité. Cette pratique n'a rien à voir avec la démocratie, et tout à voir avec une autre forme de régime politique qu'il est convenu d'appeler la démagogie et dont Platon, qui la craignait par-dessus tout, avait fait le pire des régimes. Hélas, c'est dans ce système que nous vivons.

CHAPITRE VIII

Mais où était donc la police ?

"Si vous n'aimez pas les flics, la prochaine fois que vous êtes attaqués, faites appel aux hippies."

Anonyme, États-Unis.

J'ai des amis en Provence qui exploitent une propriété viticole du côté de Saint-Rémy. Il y a quelques années, un soir, ils se rendent compte qu'un camion a forcé les portes de leur propriété et qu'un certain nombre de malfrats sont en train de vider leur cave des réserves de vin qu'elle contenait. Affolés, ils téléphonent à la gendarmerie locale qui leur dit: « Surtout, vous ne sortez pas de chez vous, et vous nous appelez dès qu'ils sont partis pour que nous puissions faire le constat»... Quel merveilleux sentiment de protection on éprouve alors !

En fait, et la plupart des auteurs libéraux sont d'accord sur ce point, un système libéral ne peut fonctionner que s'il existe des lois non rétroactives, des tribunaux indépendants des pouvoirs économiques, politiques et des groupes de pression, et une police chargée d'appliquer les décisions de justice portées contre ceux qui ont enfreint la loi, cette infraction ayant été constatée par un tribunal.

Loin d'être la loi du plus fort, le libéralisme est la reconnaissance de l'égalité de tous devant la loi et la police. Dans les pays libéraux et démocratiques, on respecte la police. Dans les autres, elle est haïe. Le respect de la police fait la différence entre les citoyens et les sujets. Dites-moi comment la police est ressentie par la population et je vous dirai si ce pays est démocratique et si son économie va bien ou mal. Les

marchés financiers, la banque et la finance étant des activités complexes, elles ne peuvent pas fonctionner sans un cadre juridique très spécialisé et une police tout aussi spécialisée. Voyons maintenant comment les banques et les institutions financières sont contrôlées et comment les autorités de police spécialisées ont failli à leur mission.

Pour éviter de tomber dans le piège de l'endormissement qui menace toujours lorsqu'on aborde des sujets comme les banques et les rouages administratifs de l'État, je vais procéder à l'envers. Je vais décrire le plus gros des «loupés» de ces dernières années pour poser la question : mais où étaient les autorités de contrôle? Si ces dernières ont raté l'éléphant qui se tenait au milieu de la pièce, on voit mal comment elles auraient pu voir autre chose.

Pour expliquer leurs carences, la première excuse, que nous allons écarter d'emblée et que présente toute bonne administration digne de ce nom, est qu'elle a disposé de «budgets insuffisants». Toute administration prise en flagrant délit de paresse ou d'incompétence se retranche derrière cette excuse, mais il va sans dire que cette explication est rarement valable. Pour prendre un exemple précis, aux États-Unis, ces administrations qui sont au nombre de huit (SEC, FDIC, etc.) disposent d'un budget annuel total de cinq milliards de dollars et de plusieurs milliers d'employés. Qui plus est, dans tous les pays, elles ont la capacité de présenter des réquisitions aux banques ou aux institutions financières, qui ne peuvent pas être refusées, lesdites institutions financières supportant le coût de ces demandes. Il y a trente ans, je travaillais dans une petite banque en France, et la moitié du personnel était occupé à remplir des papiers pour le compte de la Banque de France, du ministère des Finances, des douanes, de la Commission des opérations de Bourse... et c'est très bien ainsi. L'explication par

l'absence de moyens est donc irrecevable. Restent l'incompétence ou la corruption qui d'ailleurs ne s'excluent pas mutuellement.

Dans chaque pays, il existe de multiples organismes chargés de surveiller les banques et institutions financières. Ce sont ces administrations qui ont failli en premier, comme nous allons essayer de le montrer. Pour ce faire, nous n'allons pas décrire la genèse, puis le fonctionnement de toutes ces entités publiques ou parapubliques, mais juste décrire un exemple et un seul. Nous allons poser une question unique mais essentielle: ont-elles vérifié que les règles prudentielles, édictées par la loi et trouvant leurs sources dans une coutume millénaire, avaient été respectées ? Voyons ce qu'il en est de la plus vieille d'entre elles : l'obligation faite aux banques de ne pas prêter plus de douze fois leurs fonds propres (leur capital) et de disposer par conséquent d'un capital égal à 8% de leurs prêts. Cette règle trouve sa source dans une constatation très ancienne. Dans une récession sévère, 4% des emprunteurs ne pourront pas rembourser, ayant eux-mêmes fait faillite. Si les fonds propres représentent deux fois cette perte potentielle maximale, il est probable que la banque pourra passer sans encombre la récession. Or qu'avons-nous constaté au cours de ces dernières années? Lehman - en faillite - était à 35 fois ses fonds propres, Fortis - en faillite - 55 fois ses fonds propres, RBS - en faillite - 60 fois ses fonds propres, Hypovereinsbank - la grande banque de Munich, en faillite elle aussi - à plus de 70 fois. Un certain nombre de banques françaises, et non des moindres, seraient entre 35 et 45 fois leur capital. La Deutsche Bank, la plus grande banque allemande, serait à près de 60 fois ses fonds propres, la taille de son bilan étant supérieure au PNB allemand. Sur les quarante banques les moins bien capitalisées dans le monde, trente-neuf sont en Europe, une en Australie...

Tout ceci amène à se poser un certain nombre de questions.

- Où étaient les autorités de contrôle des banques, qui existent dans chaque pays et dont le rôle est de vérifier que les banques sous leur juridiction ne fassent pas de bêtises? Réponse: aucune idée...
- Où étaient les banques centrales, dont l'un des rôles principaux est avant tout de surveiller leurs banques commerciales? Voir plus haut pour la réponse.
- Où étaient les services internes de mesure des risques au sein de chaque banque? Chaque banque importante compte des centaines d'employés dont la seule tâche est de vérifier que le bilan de la banque peut supporter les risques pris. Nul ne sait où ils étaient...
- Où étaient les grands réviseurs comptables? Quatre ou cinq firmes, dont nous tairons les noms, d'abord par pudeur et surtout par crainte d'être poursuivi en justice, ont comme mission principale d'auditer les comptes des grandes sociétés et des grandes banques. Elles garantissent aux investisseurs que les comptes sont justes et qu'ils peuvent acheter les actions de ces banques en toute confiance. On a vu combien la réalité a divergé des fictions comptables qui nous ont été présentées. Et pourtant, aucune de ces sociétés n'a été condamnée par un tribunal...
- Où étaient les agences de notation? Imperturbables, elles ont continué à donner de bonnes notes aux dettes émises par toutes ces banques, au détriment final des malheureux souscripteurs, les petits porteurs chers à M. Balladur; le cours de bourse de Natixis en est un exemple. Etait-ce parce qu'elles étaient en train de gagner énormément d'argent en notant les titres issus de la titrisation effectuée par ces

banques qu'elles étaient chargées de noter? On n'ose y croire, et pourtant, on cherche une autre explication...

- Où étaient les agences de régulation des marchés (SEC, FSA, ACMF...)? Car si un fonds de trésorerie prenait des risques insensés en achetant des papiers douteux émis par une banque, ce fonds faisant appel à l'épargne populaire ne pouvait pas ne pas être soumis au contrôle de l'une ou l'autre de ces agences. Elles n'ont rien vu, rien sanctionné jusqu'à ce qu'il soit trop tard, bien trop tard
- Et enfin, où étaient les autorités politiques ? Après tout, ce sont bien elles qui sont chargées de par la loi de contrôler les contrôleurs. Mais comme toutes ces manœuvres faisaient monter l'immobilier (et les impôts locaux) et que toutes ces institutions contribuaient grassement au financement des partis politiques au pouvoir ou dans l'opposition, on peut, peut-être, supputer que là aussi il y avait un certain conflit d'intérêts. Par exemple, nombre de politiciens démocrates aux Etats-Unis ont bénéficié de prêts à des taux très avantageux pour acheter leur petite maison, objet de tous leurs rêves depuis tellement longtemps et que leurs maigres émoluments ne leur permettaient pas de s'offrir. Ou bien, ils prenaient les avions de ces sociétés pour aller faire un voyage d'études en Floride ou au Mexique. On est rassuré de savoir que rien de semblable ne se passe dans notre pays.

Donc toutes ces autorités réunies, toutes d'origine étatique ou tirant leur légitimité d'une délégation étatique, n'ont rien vu de lé dérive que faisaient subir toutes les banques au plus important des ratios qui permet de connaître l'état d'une banque. Aucun méfait du libéralisme ici, mais encore une fois un raté de l'Etat et de ses serviteurs dans leurs rôles de gardiens incorruptibles de l'intérêt général.

Je m'attendais donc à ce que l'on révoque ou mette à la retraite anticipée une multitude de fonctionnaires. Je craignais que certains de mes amis, à la direction générale de certaines banques, ne soient mis en prison. Je priais pour que le statut de certaines banques centrales soit remis en cause. J'espérais la démission de certains hommes politiques, gravement compromis.. Quelle naïveté !

Bien entendu, rien de tout cela ne se produisit. Mais comme il fallait quand même offrir quelques victimes expiatoires pour calmer le courroux du bon peuple, nos élites décidèrent d'essayer de profiter de l'occasion pour se payer deux séries d'entités qui les gênaient depuis toujours, tant elles mettaient en lumière leur incapacité.

Ceux qui étaient vraiment responsables de tous les problèmes, les vrais coupables étaient donc... les fonds spéculatifs (dit « hedge funds»), non réglementés, et les paradis fiscaux. J'ai beau chercher, je ne trouve pas un seul cas où un hedge fund ait été à l'origine de je ne sais quel risque systémique, pas un seul¹³, en tout cas pas dans cette crise-là¹⁴. Certains ont fait les mauvais paris et ont sauté, appauvrissant leurs actionnaires qui se trouvent être en général des gens très fortunés qui peuvent donc supporter la perte. Les acteurs non réglementés ne sont à l'origine d'aucun des problèmes actuels. Par contre, tous ceux qui ont sauté en menaçant l'économie mondiale étaient lourdement réglementés.

¹³ On pourra évoquer Madoff. Outre que ce dernier n'a fait courir aucun risque systémique, c'est un parfait exemple de l'incompétence des autorités de contrôle en général et de la SEC en particulier. Madoff avait fait l'objet de plusieurs dénonciations circonstanciées à la SEC. Aucune enquête ne s'ensuivit.

¹⁴ LTCM, un grand fonds spéculatif, avait fait courir un risque à l'ensemble du système financier en 1998, risque fort bien désamorcé par M. Greenspan.

La conclusion qu'en ont tirée les autorités est donc que les incapables à la tête des institutions réglementées ont été obligés de faire toutes ces turpitudes parce qu'ils étaient soumis à la concurrence impitoyable des gens compétents et non réglementés. Devant ce raisonnement imparable, il était donc urgent de ne rien changer à la réglementation et de réglementer ceux qui avaient eu la mauvaise idée de prospérer sans rien demander à personne. La phrase de Reagan, parlant des relations entre l'économie et la politique économique vue par les gens de gauche, revient à l'esprit: «Si ça bouge, réglementez; si ça ralentit, subventionnez ; si ça cesse de bouger, nationalisez.» La même remarque s'applique aussi à tous les paradis fiscaux.

Comme chacun sait, les grandes spéculations immobilières n'ont pas eu lieu aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Irlande, en Espagne, qui sont tous des pays parfaitement normaux où rien ne s'est passé, mais en Suisse, à Guernesey, Jersey, Trinidad ou aux Bermudes. Et nos pauvres banques, totalement innocentes, se sont laissées prendre dans les filets de ces redoutables escrocs. Qui plus est, et comme chacun sait aussi, le déficit budgétaire français n'est pas dû à une gestion calamiteuse des deniers publics par les politiciens français, mais à l'existence de la Suisse... Sans la Suisse, la France volerait d'excédents budgétaires en excédents du commerce extérieur.

Soyons sérieux : aucun de ces paradis fiscaux n'a été à l'origine d'aucun risque systémique; aucun et jamais. Il s'agit à l'évidence d'une recherche de boucs émissaires et de rien d'autre, ce qui implique soit un degré de compréhension zéro d'une situation grave, soit un profond mépris de l'électorat que l'on pense pouvoir manipuler sans problème aucun.

Les deux cas sont vraiment inquiétants pour l'avenir de nos démocraties.

Une petite remarque pratique s'impose ici à l'intention de nos grands argentiers: ces paradis sont parmi les plus grands souscripteurs des obligations d'Etat émises par les enfers fiscaux en déficit que nous sommes devenus. Si on les contraint, ils cesseront de souscrire, ce qui rendra le financement de nos déficits d'autant plus difficile. De fait les taux d'intérêt monteront chez nous et la faillite de nos social-démocraties en sera accélérée d'autant. Avant de taxer ou de punir, il faudrait essayer de bien réfléchir aux effets secondaires des mesures que l'on prend. Quand j'étais jeune, une municipalité socialiste avait été élue dans le canton suisse de Bâle-Ville. Sa première décision avait été d'augmenter massivement les impôts «sur les riches». Lesdits «riches», quelques familles, déménagèrent promptement dans le canton voisin de Bâle-Campagne, de l'autre côté du pont. On se rendit compte alors que ces riches payaient déjà plus de 40% des impôts. Il fallut donc augmenter brutalement les impôts des «pauvres»... C'est toute l'histoire de l'ISF en France, ce qui n'empêche pas cet impôt stupide de perdurer. Il faudra bien qu'un jour on se pose une question essentielle: les impôts servent-ils à payer le fonctionnement de l'État, et dans ce cas le but est de trouver le niveau optimal qui gêne le moins la croissance, ou bien sont-ils un système servant à promouvoir on ne sait quelle justice fiscale telle qu'elle est définie par une élite omnisciente et s'apparentant très fortement à la lutte des classes? Dans le deuxième cas, la plupart du temps, la croissance disparaît et avec elle la seule justice fiscale qui marche: le plein-emploi.

Réfléchir aux effets secondaires des décisions fiscales, économiques ou politiques que l'on prend, voilà qui serait une grande première...

Nos autorités de contrôle ont donc complètement et irrémédiablement raté les manipulations auxquelles se livraient les banquiers pour masquer l'évidence de la détérioration des bilans des institutions qu'ils présidaient, et ce pour le ratio le plus facile à vérifier. La probabilité qu'ils aient été capables de repérer quoi que ce soit d'autre est donc certainement proche de zéro, et il ne nous paraît pas utile de nous appesantir sur tous les autres loupés. Si le crime contre l'humanité a été prouvé, on ne voit pas pourquoi il faudrait faire un procès de plus pour démontrer une petite escroquerie commise par le même suspect...

Comme le dit le procureur dans les films américains quand les charges deviennent accablantes: «*I rest my case*», que l'on peut traduire par «l'accusation est prouvée, passons à autre chose».

CHAPITRE IX

Quand l'homme de Davos succombe à la présomption fatale

*"Un État qui peut vous octroyer tout ce que vous demandez
peut aussi s'approprier tout ce que vous avez."*

Barry Goldwater

Nous nous sommes tous trouvés dans un restaurant où sur le menu apparaissait «la célèbre préparation de M. Parmentier, aux fines herbes et au beurre», qui nous plongeait dans des abîmes de perplexité. Renseignements pris, il s'agissait d'une purée de pommes de terre. Comme bien des restaurants, je dois avouer une petite faiblesse : j'aime quelquefois donner à mes chapitres des titres incompréhensibles, en espérant que le lecteur, alléché par l'impression d'apprendre quelque chose de nouveau et de mystérieux, voudra en savoir plus...

Cet aveu de faiblesse ayant été fait, que faut-il entendre dans le titre de ce chapitre?

- L'homme de Davos représente tous ces gens importants (ou pensant l'être parce qu'ils exercent un certain pouvoir) qui se précipitent à Davos tous les ans pour communier dans la même attente d'un «gouvernement mondial». Pour eux, les problèmes qui se posent à l'humanité (globalisation, pollution, réchauffement climatique, chômage...) ne peuvent être résolus que si la responsabilité de les traiter est confiée à une élite omnisciente et bienveillante qui saura les régler dans l'intérêt de tous. Par un hasard qui n'est pas bien étonnant, ils pensent que nul mieux qu'eux-mêmes n'est à

même de constituer cette élite. De façon générale, ils aiment les Nations unies, les accords et traités internationaux, sont membres de grandes «ONG¹⁵» et se conçoivent comme l'avant-garde de la pensée. Parallèlement, ils détestent la notion même de souveraineté nationale, se méfient de tout patriotisme, qui par essence ne peut être que «ringard», et n'ont que très peu d'attaches avec le «peuple» dont ils veulent le bien, mais qu'au fond ils ne connaissent pas ou peu. L'archétype de l'homme de Davos est représenté par Al Gore¹⁶, ancien vice-président des États-Unis, Prix Nobel de la paix et croisé infatigable de la lutte contre le réchauffement climatique. Politiquement, l'homme de Davos a plutôt une sensibilité dite de gauche et trouve ses soutiens naturels dans les grands «médias» où la nouvelle religion a fait de nombreux convertis.

- La présomption fatale est un concept mis à jour par Hayek, un prix Nobel d'économie autrichien, ami et pourfendeur de Keynes qui le fit cependant venir en Grande-Bretagne dans

¹⁵ Les ONG (Organisations non gouvernementales), du type Amnesty International, Greenpeace ou Friends of the Earth, sont les Églises de notre temps. Elles définissent ce qui est moral et ce qui ne l'est pas. Personne ne les a élues pour remplir ce rôle, leurs comptes ne sont audités par personne, on ne sait d'où provient leur argent, mais elles ont le droit de dire ce qui est Bien et ce qui est Mal, et tout le monde s'incline devant elles.

¹⁶ Personne ne fait jamais remarquer que M. Gore est le président d'un *hedge fund* fort important qui n'investit que dans des sociétés «vertes». La plupart de ces sociétés seraient en faillite immédiate si elles ne recevaient pas de subventions étatiques. Ces subventions étatiques sont arrachées par M. Gore et font en même temps sa fortune.

les années douloureuses de l'avant-guerre¹⁷. Ce concept très puissant vise à mettre en lumière l'opposition entre une évolution des institutions qui se produit par la base, à coup de petites touches insensibles, et les bouleversements introduits par le sommet, au nom de principes généraux, qui la plupart du temps échouent. L'exemple type du premier cas est la Constitution de l'État britannique, qui à ce jour est toujours non écrite. La plus vieille démocratie du monde opère à la satisfaction générale et ce depuis des siècles à partir d'une loi fondamentale sans support écrit. En revanche, la France en est à sa douzième Constitution en deux siècles, tous les changements de Constitution et de régime s'étant effectués dans la violence. La présomption fatale est donc la croyance que les élites peuvent créer «*ex nihilo*» des institutions nouvelles sorties toutes prêtes du cerveau de leurs concepteurs et qui fonctionneront à la satisfaction générale. D'après Hayek, le résultat final la plupart du temps est exactement l'inverse de celui qui était attendu. Un exemple

¹⁷ Cela montre que l'on peut différer totalement sur les analyses que l'on fait et respecter néanmoins l'autre. Cette courtoisie et ce respect de la pensée d'autrui étaient de mise dans les universités autrefois. Elles ont malheureusement tendance à disparaître, ce qui est bien dommage. A noter cependant que le grand livre de Hayek, *La Route de la servitude*, fut un succès de librairie mondial, mais fut très mal reçu par la communauté des économistes, qui le considérèrent comme un livre grand public et donc non sérieux, au point que Hayek ne put enseigner dans le département économique à l'université de Chicago, mais dans le département de sociologie. Vingt-huit ans après, Hayek recevait le prix Nobel d'économie pour ce livre.

parfait de la présomption fatale fut bien entendu l'Union soviétique¹⁸.

Dans ce chapitre, je voudrais montrer que l'homme de Davos, toujours désireux de bien faire, s'est lancé depuis quelques années dans un exercice de construction institutionnelle pour «stabiliser» le monde de la finance, et que bien entendu les résultats concrets de ces vaillants efforts ont été la déstabilisation totale du monde financier que nous constatons.

Ce que je vais décrire est complètement invraisemblable, mais correspond cependant à la triste réalité. Aussi incroyable que cela paraisse, notre homme de Davos décida vers le milieu des années 1990 que le monde avait besoin d'une réglementation des banques et des compagnies d'assurance qui s'appliquerait de façon uniforme dans tous les pays développés. La décision fut donc prise de mettre au point une telle machine de guerre. Les négociations furent longues et laborieuses, mais finalement un accord fut trouvé, tant pour les banques (Bale II) que les compagnies d'assurance (IFRS IV). Cet accord restera dans l'histoire comme le principal accélérateur de crise que le monde ait jamais connu. Pour prouver ce point, je me suis permis d'inclure à nouveau un article que j'avais écrit pour Le Journal des Finances (français) en janvier 2008, c'est-à-dire après le début de la crise en été 2007, mais bien avant qu'elle ait accéléré en dehors de tout contrôle. Aujourd'hui, je ne changerais pas une ligne de cet article. Tout s'est passé comme on pouvait le craindre à l'époque.

¹⁸ Le phénomène avait déjà été repéré par saint Paul qui se plaignait dans une de ses lettres : « Pourquoi faut-il que nos intentions les plus nobles arrivent toujours aux résultats inverses de ceux que nous souhaitions? Je veux le Bien et je crée le Mal.»

La déflation par la norme

En 1934, Irving Fisher, le grand économiste américain, publia un article en tout point remarquable intitulé «The debt deflation theory of great depression» que l'on peut traduire librement par «Théorie de la dépression trouvant son origine dans la baisse des prix des actifs dans une situation d'endettement».

On peut légitimement se poser la question suivante aujourd'hui: l'existence de normes comptables insensées n'est-elle pas en train de nous amener dans une baisse des actifs qui deviendrait autoentretenue ? Et allons-nous connaître une déflation des actifs qui trouverait sa source et sa justification dans des normes comptables particulièrement stupides et non pas dans un endettement qui est tout sauf alarmant, à condition que le prix des actifs ne s'écroule pas, bien entendu?

La crise actuelle serait-elle donc le résultat non pas d'un capitalisme devenu fou, mais de normes imbéciles, touchant en particulier les banques, les compagnies d'assurance et les fonds de pension ?

Voilà qui mérite d'être exploré.

Depuis début janvier (2008¹⁹), les marchés des actions ont en effet un comportement parfaitement anormal: les baisses semblent entraîner les baisses, dans une espèce de spirale interrompue de temps en temps par de brefs et violents «rallyes». Ce comportement, je l'ai rencontré à plusieurs reprises dans ma carrière: dans les six derniers mois de 1974, en Asie ou en Russie en 1997-1998, dans la seconde moitié de 2002 dans tous les marchés...

¹⁹ Ces directives commencèrent à s'appliquer officiellement à partir de janvier 1998. Curieuse coïncidence.

Partout et chaque fois, c'est parce qu'il y avait un ou plusieurs «vendeurs forcés».

Qu'est-ce qu'un vendeur forcé? C'est quelqu'un qui doit vendre quel que soit le prix de l'action ou des actions sous-jacentes, pour des raisons qui n'ont rien à voir avec l'économie ou la marche des sociétés, et tout à voir avec son bilan, à lui.

Ils sont en général de trois sortes:

1. Ceux qui se sont endettés pour acheter des actions. Si les actions se mettent à baisser, ils seront l'objet d'appels sur marge. Leur gentil banquier/agent de change les appellera en leur disant que s'ils ne remettent pas de cash immédiatement, leurs positions seront liquidées instantanément, et ce quel qu'en soit le prix. Un parfait exemple de cette situation a eu lieu au moment de l'effondrement du fonds LTCM en 1998. Dououreux, mais pas tragique, ce scénario permet souvent d'acheter à bon compte pour celui qui a un peu d'expérience

2. Ceux qui gèrent pour le compte de tiers et n'ont pas de réserve de cash. Imaginons un gérant de sicav, totalement investi, au moment d'une panique boursière. Le public veut à tout prix sortir de sa sicav. Il devra vendre les actions qu'il a en portefeuille, au prix qu'on lui offre et non pas au prix où il souhaitait les vendre. C'est un peu ce qui est en train de se passer sur les valeurs à petites ou à moyennes capitalisations un peu partout dans le monde. Même remarque: gênant, mais ça ne dure pas.

3. Les institutions financières soumises à des règles prudentielles d'origine étatique. Nous voulons parler ici des banques, des compagnies d'assurance, mais aussi des fonds de pension. Commençons par les fonds de pension. La valeur «actuelle» du passif (retraites à payer dans le futur)

est calculée en prenant en compte le taux d'intérêt long sur les obligations de l'État. Les retraites correspondent donc à une dette (passif) à très long terme. Si les taux d'intérêt baissent, la valeur de cette dette va monter. Si en même temps, les actions baissent, les actifs à mettre en face de ce passif qui monte vont baisser, et le fonds de pension va se retrouver sous-capitalisé. Dans le passé, cela n'avait guère d'importance, puisque les fonds de pension pouvaient lisser leurs performances sur plusieurs années. Ce n'est plus le cas. Depuis deux ans, les grands fonds de pension anglais (en particulier) doivent arrêter leurs comptes à la fin de chaque année, à la valeur des marchés à ce moment-là (marked to market²⁰). S'il y a un trou, la société qui garantit le fonds de pension doit le boucher immédiatement, et cela vient en déduction des profits de la société cette même année! Donc si les taux et les actions se mettent à baisser ensemble, nos fonds de pension vont se mettre à vendre comme des malades les actions, à acheter des obligations, et à faire exactement le contraire de ce qu'il faudrait faire et de ce qu'ils avaient l'habitude de faire dans le passé. Dans ce cas, les marchés baissent parce qu'ils baissent à cause de la réglementation.

Fiers de cette réussite, les régulateurs décidèrent donc d'appliquer le même modèle aux banques (Bale II) et aux compagnies d'assurance (Norme IFRS IV). Les compagnies d'assurance doivent ainsi mettre en réserve 100% de fonds

²⁰ Seule la valeur atteinte dans le marché pour une transaction similaire est prise en compte pour la valeur de l'actif, les paniques boursières à la hausse ou à la baisse n'étant jamais prises en compte. Si donc une valeur est beaucoup montée, la banque pourra prêter massivement; si elle a beaucoup baissé, il faudra réduire le bilan à toute allure. Ou comment bâtir un système qui amplifie le cycle du crédit au lieu de l'atténuer...

propres quand elles achètent des actions et doivent enregistrer la valeur de ces actions au prix du marché au moins une fois par an. Dans le temps, les assurances lissaient leur performance sur plusieurs années, ce qui leur permettait d'acheter quand la bourse était basse et de vendre quand elle était haute. Plus maintenant. Si la bourse baisse, leurs fonds propres baissent instantanément, et elles doivent vendre précipitamment leurs actions pour acheter des obligations d'État qui, elles, ont un coefficient de réserves obligatoires égal à zéro. Imaginons une compagnie d'assurance qui ait fait des emplettes de subprime américain, qu'elle avait soigneusement assuré auprès d'un rehausseur de crédit américain²¹ Ce dernier est en train de faire faillite.

Notre assurance, qui n'a plus la moindre idée de la valeur de son portefeuille obligataire, mais qui sait qu'elle est en

²¹ Le rehausseur de crédit est une autre grande invention du capitalisme financier qui n'aurait aucune raison d'être sans le monopole des agences de notation. Imaginons une banque allemande qui décide d'acheter à une banque américaine des prêts quelque peu pourris (notation B + par exemple). La présence dans son bilan de ces prêts douteux devrait la forcer à déposer auprès de la Bundesbank des réserves obligatoires importantes. Ce qui limiterait sa rentabilité. Qu'à cela ne tienne, elle va souscrire une assurance auprès d'un rehausseur de crédit américain noté AAA par Moody's. Ce rehausseur de crédit va GARANTIR qu'en cas de défaut de paiement des débiteurs, il paiera à leur place. Du coup, notre banque allemande fait apparaître ces prêts dans son bilan avec une note AAA et ne devra pas mettre beaucoup de réserves à la banque centrale.

Les risques ayant été mal calculés par nos rehausseurs, beaucoup sont en état de faillite, incapables d'honorer leurs garanties. De ce fait, notre banque allemande se retrouve avec plein de saloperies dans son bilan et est obligée de mettre en réserve à la Bundesbank des sommes gigantesques, dont elle ne dispose pas. Les banquiers se sont livrés avec un grand abandon à cet «arbitrage» réglementaire, ce qui était une façon parfaitement légale de contourner les réglementations. Rien de tout cela ne se serait passé sans le monopole de notation accordé à nos chères agences de notation par l'État.

train de passer sous ses ratios prudentiels et réglementaires, n'a qu'une solution: vendre tous les actifs qui ont des réserves obligatoires importantes et acheter des obligations d'Etat qui n'en ont pas. Comme elle ne peut vendre ses obligations du secteur privé (pas de marché), elle vendra les actions et ce quel qu'en soit le prix. C'est ce qu'un de mes amis appelle fort élégamment «l'effet chasse d'eau».

Les régulateurs nous ont donc bâti un très joli système où les hausses entraînent les hausses tandis que les baisses s'autoentretiennent. Les régulations accentuent le cycle! Une compagnie d'assurance affaiblie vend ses actions, ce qui affaiblit la société concurrente, qui doit se mettre à vendre à son tour et ainsi de suite En 1974, en Grande-Bretagne, dans des circonstances un peu similaires, tout ceci s'était terminé avec la Banque d'Angleterre donnant l'ordre aux compagnies d'assurance de ne plus respecter leurs ratios prudentiels et d'acheter en bourse en leur prêtant de l'argent. Le marché avait doublé dans le mois qui avait suivi.

Je n'ai pas la moindre idée de la durée du phénomène que je viens de décrire, mais il me semble bien enclenché.

La bonne nouvelle, encore une fois, c'est que les sociétés industrielles et commerciales sont en cash flow positif, n'ont pas besoin des banques et pourront racheter leurs propres titres à bon compte.

Donc la situation est désespérée mais non sérieuse (Churchill). L'acheteur final du titre sera la société qui l'a émis. Mais on ne peut s'empêcher de se demander qui choisit les ahuris qui sont responsables de ces réglementations. Us font beaucoup plus de mal et pendant beaucoup plus de temps que le pauvre trader de la Société Générale ou le capitalisme financier n'en feront jamais.

Les paragraphes ci-dessus illustrent parfaitement la stupidité de cette nouvelle réglementation. Je n'imaginai pas à l'époque à quel point j'avais raison, mais aussi à quel point les banques et les sociétés d'assurance étaient minées par tous les achats douteux faits pendant la grande période de la titrisation, achats effectués en toute bonne foi en s'appuyant sur les agences de notation. Il illustre tout aussi parfaitement la présomption fatale telle que nous la décrivions au début de ce chapitre.

En effet, tout le monde sait que pour réduire son risque, il faut diversifier ses placements. Cette règle vaut pour les investissements, mais elle vaut aussi pour les autorités de contrôle.

Dans le temps, chaque pays avait ses autorités de contrôle qui se trouvaient de fait être en concurrence avec les autorités des pays voisins. Les règles évoluaient, les bonnes règles gagnant du terrain, les mauvaises en perdant. Bref, on avançait doucement vers une synthèse harmonieuse qui n'aurait pas manqué de se produire avec le temps, tout en préservant les particularismes ainsi que les possibilités d'intervention des pouvoirs publics locaux. Si une règle particulièrement mal adaptée était adoptée en France et qu'elle y déclenchait une crise, les autorités françaises s'attachaient ou pas à résoudre le problème, mais au moins nous n'avions pas une crise mondiale... Par contre, si les règles deviennent applicables au monde entier et si ces règles sont débiles, alors, ipso facto, elles déclencheront une crise mondiale et plus personne ne saura qui doit intervenir et qui est responsable exactement.

La non-diversification du risque réglementaire est donc l'une des grandes causes de la crise que nous traversons. Et cette non-diversification est l'un des plus beaux exemples que j'ai vus dans ma carrière de cette «présomption fatale» chère à

Hayek. On pourrait penser que cette débâcle réglementaire aurait pu calmer les ardeurs réglementaires de nos chers pouvoirs publics. Ce serait mal les connaître. Comme les partisans du communisme autrefois qui pensaient que les problèmes venaient du fait que le communisme n'avait pas été assez appliqué, nos autorités politiques ont décidé que le vrai problème était qu'il n'y avait pas assez de réglementations et qu'il fallait d'urgence en rajouter une dose.

Ils n'apprendront jamais.

Ils ne peuvent pas puisqu'ils savent tout.

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE

"Hier nous étions au bord du gouffre. Aujourd'hui nous avons fait un grand pas en avant."

Félix Houphouët-Boigny

Lentement mais sûrement nous avançons...

Dans la première partie, j'ai montré à quel point les manipulations par les Etats de leurs taux de change et/ou de leurs taux d'intérêt avaient créé des distorsions telles dans les prix qu'une crise d'ajustement était inévitable. Dans la deuxième partie, je me suis attaché à essayer de montrer que ce sont les activités très réglementées par les États, c'est-à-dire les banques et les sociétés d'assurance, qui ont été en grande partie responsables de la crise actuelle, les activités non réglementées n'étant pour rien dans tout ce qui s'est passé.

A cela, plusieurs raisons.

- Tout d'abord, et comme l'a fort bien dit M. Greenspan, il ne s'agit pas d'une crise systémique, mais d'une crise du système. De nombreux prix Nobel d'économie depuis vingt ans ont été donnés à des hommes qui avaient fait des études très brillantes sur le risque financier et comment le réduire. Ces études étaient devenues parties prenantes de la façon dont les banques centrales mesuraient les risques dans leurs systèmes financiers. Or la réalité des marchés vient de montrer que ces études n'étaient pas valides, qu'elles reposaient sur des présupposés faux. Le mécanisme intellectuel sur lequel s'appuyaient les banques centrales s'est écroulé brutalement car le système de contrôle a failli. On a tout simplement oublié ce que disait Karl Popper : « Si un

système s'attache à réduire les risques individuels et qu'il y arrive, alors le risque réapparaîtra au niveau collectif.» Nous y sommes.

- Ensuite, les banquiers commerciaux ou d'affaires, qui, eux, avaient parfaitement compris les faiblesses du nouveau système, se sont mis à pratiquer un arbitrage réglementaire parfaitement légal mais horriblement dangereux à terme, comme nous avons essayé de le montrer. Rappelons que cet arbitrage leur a permis de s'enrichir de façon incroyable au niveau personnel et que le libéralisme n'a rien à voir avec tout cela. L'erreur fondamentale a été de croire qu'une diversification matheuse pouvait fonctionner: une forme différente du vieux péché d'orgueil bien connu. Quand l'orgueil s'allie à la cupidité, le résultat ne peut être que désastreux comme tout lecteur de la Bible le sait, ou devrait le savoir
- Cet endettement massif, dont tout le monde nous disait qu'il n'était pas dangereux puisque le risque avait été diversifié, fut interprété dans les marchés des actions, des obligations et de l'immobilier comme un accroissement de la liquidité primaire, réduisant partout les primes de risque habituelles, façon compliquée de dire que tout était très cher. En fait, il s'agissait d'un fort classique accroissement généralisé de l'endettement entraînant une tout aussi classique hausse des actifs. Pour revenir à ce que nous disions au début de ce livre, on avait accru la quantité de monnaie, et on croyait qu'on avait fait monter la somme des valeurs. Du coup, quand le système implosa, comme tout était très cher, la chute n'en fut que plus rude...

La plupart des récessions se produisent quand les particuliers, les sociétés ou les Etats connaissent des soucis de cash flow et ne peuvent plus se financer. Celle-ci est différente

dans la mesure où nous sommes face à des problèmes de bilans créés par l'endettement massif consécutif à la révolution financière qui s'était produite. Le problème n'est pas de financer un cash flow négatif, mais de savoir comment porter des positions illiquides si les banques coupent le crédit nécessaire au portage. La façon dont les différents acteurs vont se sortir de leurs crises bilancielle conditionnera l'évolution économique dans le futur.

Pour bien comprendre les forces et les faiblesses des différents participants, il nous faut maintenant, dans une troisième partie, analyser les positions et les réactions à ce qui s'est produit depuis près de deux ans.

C'est de loin la partie la plus difficile de cet ouvrage puisqu'elle s'essaie à prédire le futur, chose dont j'ai déjà dit que c'était impossible.

Analyser les tendances «lourdes» n'est cependant pas prédire le futur. Après tout, comme le disait Goethe, «les grands événements ont une ombre qui se projette vers l'avant». Partons à la chasse aux ombres.

TROISIÈME PARTIE

La chasse aux ombres

CHAPITRE X

Un train peut en cacher un autre

"La bourse est facile à comprendre : il faut simplement savoir s'il y a plus d'imbéciles que d'argent ou plus d'argent que d'imbéciles."

Proverbe boursier, Anonyme

Je vais devoir une fois de plus faire appel à l'expérience que j'ai acquise au cours des quarante dernières années.

Une baisse boursière durable, un «bear market», commence toujours par ce qu'il est convenu d'appeler une «crise de liquidités». Cette dénomination quelque peu mystérieuse recouvre une réalité toute simple: avant la crise, emprunter est très facile et donc l'argent liquide est surabondant. Pendant la crise et bien souvent quelque temps après, emprunter est impossible et ceci pour une raison bien compréhensible: les banques ont fait de mauvais prêts pendant la période d'euphorie, leurs fonds propres sont en chute rapide et comme elles ne peuvent prêter que douze fois ces fonds propres, elles sont obligées de réduire la taille de leurs bilans. Elles n'accordent donc pas de nouveaux prêts et elles essayent en outre de se faire rembourser ceux qu'elles avaient octroyés précédemment. Les entrepreneurs et les particuliers en cash flow négatif (ce qui veut dire qu'ils sortent plus de cash qu'ils n'en font rentrer; que le lecteur pense à un promoteur immobilier dont le projet est à moitié terminé et qui a besoin de prêts bancaires pour le compléter...) se trouvent acculés à la faillite. Ils ne peuvent pas rembourser les anciens prêts, ce qui détériore encore le bilan de nos banques et ainsi de suite.

Une crise de liquidités consiste en une énorme pénurie d'argent liquide. Comme tout ce qui est rare est cher, la valeur du cash monte par rapport à toute autre forme de placement. Ce phénomène est toujours accompagné, sur le plan des placements, par ce qu'il est convenu d'appeler un «bear market» ou marché baissier dans tous les actifs financiers risqués (obligations du secteur privé, actions cotées, immobilier) dans la mesure où ceux qui se retrouvent en cash flow négatif sont obligés de vendre tous leurs actifs liquides pour essayer d'éviter la faillite. C'est à l'évidence une période où il y a plus d'imbéciles que d'argent.

Le nettoyage prend habituellement une douzaine de mois avant que l'économie reprenne cahin-caha, les «mains fortes» (cash flow positif) ayant racheté les mains faibles (cash flow négatif) à bon compte²². Tel est le schéma du marché baissier «normal», si tant est qu'une telle chose existe. En général, la baisse entre le plus haut et le plus bas varie entre 20% et 30%, ce qui est désagréable mais pas insurmontable. De temps en temps cependant, nous avons un «bear market» plus important où les baisses peuvent dépasser 60%. Dans ce cas, au phénomène de manque de liquidités s'ajoute la prise de conscience soudaine par les marchés que la rentabilité du capital investi dans un certain nombre de secteurs très importants de l'économie va être structurellement plus basse qu'on ne le pensait avant la crise. Il est tout à fait évident que tel est le cas pour le secteur financier dans tout le monde développé.

C'est cette réalité que nous avons développée dans notre deuxième partie. Cette crise serait donc le symptôme d'une

²² Galbraith, mauvais économiste mais merveilleux écrivain, disait: «Un génie financier, c'est quelqu'un qui a du cash à la fin d'un "bear market".»

novation financière qui aurait temporairement accru la rentabilité apparente du système bancaire pour mieux faire apparaître ses faiblesses à l'arrivée. L'émergence de cette crise financière va avoir des conséquences très lourdes sur le financement des Etats. Prenons le cas de la France. Depuis 1994, la dette a plus que doublé, passant de 550 milliards d'euros à 1 100 milliards aujourd'hui (dette brute selon les critères de Maastricht), et cette dette ne comprend pas les retraites à payer pour les fonctionnaires, soit dès à présent, soit dans le futur. Divine surprise pour les différents gouvernements français depuis 1994: les taux d'intérêt pour financer cette dette ont baissé de moitié avec pour conséquence la stagnation du coût de financement de la dette aux alentours de 55 milliards d'euros par an, bien que la dette ait doublé. Au fur et à mesure que le bilan se détériorait, le coût de l'emprunt baissait.

Chacun voit bien cependant que nous avons ici une énorme bombe à retardement. Si les taux d'intérêt venaient à monter, la note financière s'aggraverait de façon inéluctable. Et bien sûr, le service de la dette doit être honoré avant tout autre paiement. Si le coût de portage de la dette s'alourdit, il faudra couper dans toutes autres dépenses (éducation, défense nationale, Sécurité sociale) ou vendre massivement des actifs (privatisations). On voit bien que nous nous approchons de l'instant où augmenter les dépenses de l'Etat, une fois le paiement des intérêts effectué, sera impossible. La France sera comme M. Madoff quand les demandes de remboursement sont devenues supérieures aux rentrées de nouveaux gogos. En termes techniques, cela s'appelle être en cavalerie, préambule à la faillite. Bref, les Etats vont devoir faire face beaucoup plus rapidement que certains ne le pensent à des contraintes financières implacables...

Parallèlement d'autres secteurs, d'autres facteurs, sont peut-être en cause. De nouvelles tendances lourdes sont discernables. La première idée qui vient à l'esprit est la suivante:

- le XIX^{ème} siècle a été le siècle du charbon, de la machine à vapeur et du chemin de fer;
- le XX^{ème} siècle a connu la prééminence du pétrole, du moteur à explosion et de la voiture individuelle ;
- il est très probable que le xx^{ic} siècle verra la domination de l'électricité et du moteur électrique.

Nous sommes peut-être en train de changer - à la marge au début, mais les marchés et les économies fonctionnent toujours à la marge - de système énergétique, ce qui aurait des conséquences gigantesques sur les économies. Par exemple, en amont du moteur à explosion, il y a l'industrie pétrolière, en aval l'industrie automobile, deux immenses poids lourds dans les économies d'aujourd'hui. Si la rentabilité du capital investi venait à baisser structurellement dans l'industrie financière, l'industrie pétrolière et l'industrie automobile, qui pourrait être surpris de se trouver face à un grand «bear market» plutôt qu'à une simple crise de liquidités?

Et c'est là que nous retrouvons Schumpeter et sa «création destructrice». Le jour où les chemins de fer furent inventés, tous les éleveurs de chevaux de trait et les fabricants de diligences se virent condamnés à mort, même s'ils ne le surent pas tout de suite. Venait en effet d'apparaître ce que les spécialistes appellent une «invention de rupture». Derrière ce néologisme barbare se cache une réalité: de temps en temps, un gars génial, dans un garage, fait une découverte qui bouleverse complètement l'ordre établi. Souvent, cette découverte met à mal des industries entières, qui n'ont plus qu'à disparaître. Que le lecteur songe aux appareils photo numériques qui ont acculé

Polaroid à la faillite et font qu'un géant comme Eastman Kodak n'est plus que l'ombre de ce qu'il était dans le passé. Ou encore qu'il pense au minitel, au télex ou au fax, complètement anéantis par l'Internet. Bref, un acte de création induit une série de destructions en cascade, la plupart du temps fort douloureuses. Parallèlement, des industries qui n'existaient tout simplement pas voient soudain le jour. Nous avons un double effet de croissance exponentielle d'un côté et d'effondrement accéléré de l'autre, double mouvement caractéristique de la phase de crise pendant laquelle il s'accélère²³.

Je n'ai pas le moindre doute sur le fait que la prochaine invention destructrice aura lieu dans le domaine de l'énergie, et cette invention permettra la transition vers le tout-électrique. Le pétrole sera réservé aux transports longue distance, du style poids lourds, avions et bateaux. C'est peut-être ce que les marchés sont en train de subodorer et, dans ce cas, la meilleure nouvelle pour les Etats-Unis est sans doute la faillite de General Motors et de Chrysler.

Une autre idée peut être évoquée. Fernand Braudel, le grand historien français, faisait remarquer fort justement que lorsque le siège du pouvoir économique se déplaçait d'une région à une autre, nous avions une crise économique profonde et souvent des guerres. Quand le pouvoir est passé de l'Italie du

²³Bien entendu, ceux qui souffrent dans la destruction crient comme des cochons qu'on égorge, et comme ils ont un poids politique non négligeable de par leur nombre, la tentation est quasiment irrésistible pour les élus de tout faire pour freiner ou empêcher la destruction. Or empêcher la destruction, c'est se battre contre la marée qui monte en investissant ce bien rare entre tous qu'est le capital dans des activités à rentabilité négative. Comme la croissance du pays sur le long terme dépend de la quantité de capital disponible, si celui-ci vient à baisser, alors la croissance s'arrête ou plonge. Il faut tout faire pour aider les individus à retrouver du travail, il ne faut rien faire pour maintenir en état de survie artificielle des secteurs qui n'ont plus de raison d'être.

Nord à Amsterdam, crise. Puis quand il a vu son siège se déplacer d'Amsterdam à Londres, re-crise. Quand enfin il a dérivé de Londres vers New York à la fin des années 1930, crise et guerre à nouveau.

Nous sommes sans doute en train de vivre un transfert du pouvoir économique et financier d'un axe «atlantique», qui se serait ordonné autour des villes de Londres et New York, vers un nouveau centre de gravité qui se situerait quelque part dans l'océan Pacifique. L'axe Londres/New York serait alors remplacé par une nouvelle transversale, Pékin/Shanghai/Hong Kong/New York. En fait, ce transfert semble être en cours depuis un certain temps déjà: 75% de la croissance dans le monde depuis cinq ans est attribuable à l'Asie, ce qui laisse peu de place pour les pays de l'OCDE²⁴. Si tel est le cas, il ne faut pas s'étonner de connaître une crise économique. Le contraire eut été surprenant.

Enfin, une dernière possibilité doit être signalée : dans mon livre²⁵ précédent, je mentionnais que nous étions en train de passer d'une économie industrielle à une économie «de la connaissance». Par là je voulais dire que tous les processus de production et d'échange étaient en train de changer de façon irréversible. L'exemple que je donnais était celui de l'émergence de ce que j'avais appelé les sociétés «plates-formes». Un bref rappel s'impose ici.

²⁴ Ce chiffre indique l'accroissement du niveau de vie et non pas le niveau de vie moyen. 75% de l'accroissement des niveaux de vie a eu lieu en Asie, l'Europe et les Etats-Unis ne contribuant pour ainsi dire pas à cette croissance mondiale, le reste venant du Brésil, de la Russie ou des autres pays émergents...

²⁵ *C'est une révolte ? Non Sire, c'est une révolution!*, Bourin Editeur, 2007.

Chaque société doit en effet accomplir trois tâches :

- conceptualiser ses nouveaux produits, en général dans des centres de recherche spécialisés ;
- produire ces nouveaux produits, en général dans ses usines ;
- les vendre.

Depuis l'avènement de l'Internet, bien des sociétés se sont rendu compte que la partie « production » était grosse consommatrice de capital, très cyclique et par là dangereuse. Elles ont donc décidé de remplacer l'activité de production par une connaissance parfaite de qui peut produire quoi et où pour elles. Prenons l'exemple de la marque à la pomme : Apple. Les nouveaux produits d'Apple sont mis au point dans leurs centres de recherche en Californie. Au lieu de bâtir des usines, ce qui serait fort cher et fort dangereux si le nouveau produit ne se vendait pas, Apple trouve un volontaire à Taïwan ou en Chine pour lui manufacturer ses produits, à qui il laisse généreusement une marge de 3 à 5%. Quand les produits sont fabriqués, il ne reste plus qu'à mettre le logo d'Apple dessus et à les vendre dans le monde entier. Apple réussit ainsi à capturer 95% de la marge, sans avoir aucun souci de production. Les activités de recherche, de développement et de vente sont, de nos jours, le cœur de la rentabilité de la société, qui du coup se retrouve beaucoup moins cyclique et avec un cash flow toujours positif. De ce fait, ces sociétés n'ont plus besoin des banques, au grand dam de ces dernières, ce qui les a entraînées à faire de nombreuses bêtises.

La «connaissance», comme source de valeur, a remplacé la capacité à produire. Seule la capacité à innover compte et non plus la taille des usines. La rareté de nos jours n'est plus la capacité industrielle, mais l'invention, la connaissance des clients, l'existence d'une marque et une utilisation optimale de la logistique des transports.

Le développement foudroyant de ce modèle d'organisation des sociétés est un grand danger pour les Etats, en particulier pour ceux dont les économies s'appuient lourdement sur la deuxième activité des sociétés, la production, et qui opèrent à partir de pays ayant des taux de change surévalués, du type Japon ou Allemagne. Qui plus est, comme la création de valeur est maintenant indépendante, dans nos pays, d'une assise géographique quelconque, elle devient beaucoup plus difficile à taxer. Les sociétés peuvent en effet faire apparaître leurs profits où elles le veulent, ce qui était beaucoup plus difficile quand elles avaient des dizaines de milliers d'employés en France ou en Allemagne. En quelque sorte, les impôts deviennent volontaires et sont payés là où les sociétés et les individus créatifs sont bien traités.

Pour résumer, cette période de création destructrice est sans doute le résultat de quatre facteurs qui se télescopent.

- Une crise financière que nous avons essayé d'expliquer et que les gouvernements doivent traiter²⁶. Pour un certain nombre de pays, la solution de facilité consistant à faire croître l'endettement de l'État est en train d'atteindre ses limites. Il va falloir trouver autre chose.
- Un changement - à venir ou déjà en cours - dans le principal système de production, de distribution et de consommation d'énergie.

²⁶ Je n'ai jamais fait partie de ceux qui pensent que le gouvernement doit se laver les mains des problèmes bancaires quand ils se produisent, puisque les banques créent de la monnaie et que, comme j'ai essayé de le montrer, cette création est un privilège régalién. S'occuper des banques fait partie des devoirs de l'État, ce qui ne veut pas dire qu'il doive les contrôler, mais il doit certainement les surveiller.

- Une nouvelle donne technologique transférant la création de valeur de la production industrielle vers l'intelligence conceptuelle.
- Une nouvelle forme d'organisation des sociétés industrielles ou commerciales, tirant parti des trois facteurs précédents et déterritorialisant les profits et les emplois comme jamais auparavant.

Ce sont ces forces-là qui vont être à l'origine de la prochaine phase de croissance, que Schumpeter appelait la phase de création. Ces quatre défis doivent être relevés et selon la façon dont ils le seront par chaque pays, le futur sera brillant, médiocre ou désastreux. A ce point du raisonnement, nous devons rappeler Toynbee, le grand historien anglais, pour qui le rôle des élites est de relever les défis auxquels une société doit faire face. Si elles le relèvent avec succès, la société monte d'un cran et passe à autre chose. Un exemple en est la création de l'Union européenne après la Deuxième Guerre mondiale pour régler le problème de la rivalité entre la France et l'Allemagne. Cette rivalité, que les guerres avaient essayé de trancher, avait mis le monde entier à feu et à sang à deux reprises auparavant, sans parvenir à résoudre le problème. Si le défi n'est pas relevé ou est balayé sous le tapis, alors il se représente à nouveau sous une forme légèrement différente. Si de nouveau aucune solution n'est trouvée, la société commence à s'enfoncer, à périlcliter. D'après Toynbee, cette absence de réponse peut au mieux amener à un à changement des élites, battues aux élections, à un changement de régime - IVème République, confrontée au problème de la décolonisation et incapable de le résoudre, remplacée par la Ve -, voire à la disparition du pays - Autriche-Hongrie en 1918 - ou même à la disparition totale de la civilisation et/ou du système - Amérique du Sud à l'arrivée des conquistadores ou Union soviétique.

Nous en sommes là.

Il va nous falloir maintenant reprendre chacun de ces points, et analyser comment chaque pays ou zone géographique est positionné vis-à-vis de chaque défi particulier. Une fois encore, il nous faudra faire preuve de beaucoup de modestie : nous ne savons pas très bien quelles politiques seront les bonnes. Par contre, il nous sera assez facile d'identifier les mauvaises: tout ce qui contribue à rigidifier le système pour maintenir les prérogatives des secteurs appelés à disparaître est par essence mauvais. Il nous faudra aussi intégrer dans le raisonnement un aspect crucial, la démographie, qui donne à certains peuples le luxe du temps tandis que d'autres sont d'ores et déjà pris à la gorge. Pourquoi? Parce que la vitesse de croisière d'une économie est en effet fonction de deux paramètres: la croissance de la productivité (production par individu) et la croissance ou décroissance de la population en âge de travailler. Si le Japon connaît une croissance de sa productivité de 2% par an et une décroissance de sa population de 0,5% par an, son taux de croissance potentiel sur le long terme sera de $+2\% - 0,5\% = 1,5\%$. Si les taux longs réels sur la dette étatique passent au-dessus de 1,5%, l'économie s'arrête de croître, les rentiers étant plus payés que les entrepreneurs. Les relations entre la démographie et la contrainte financière sont donc très fortes, même si personne ne les mentionne jamais.

CHAPITRE XI

Démographie et productivité

"Les cimetières sont pleins de gens irremplaçables."

Clemenceau

Le grand maître de la démographie en France fut Alfred Sauvy, économiste, démographe, esprit curieux, dont les écrits m'ont beaucoup influencé. Il fut le premier à mettre à jour les relations entre l'économie, la démographie et la productivité. Il fut à l'origine de la création de l'Insee et de l'Ined (Institut national des études démographiques). Homme de gauche, il avait été contacté en 1936 par Léon Blum pour faire partie de son cabinet. Il avait répondu qu'il ne pensait pas accepter tant les socialistes n'y connaissent rien en économie. Ce à quoi Léon Blum avait répondu que s'ils y connaissent quelque chose, ils ne seraient pas socialistes... On ne saurait mieux dire.

Pourquoi la démographie est-elle importante? Pour une raison simple: un enfant qui ne naît pas aujourd'hui ne sera pas là dans vingt ou vingt-cinq ans pour travailler et remplacer quelqu'un qui partira à la retraite ou qui décèdera à ce moment-là. La démographie est la seule chose en économie dont nous soyons certains, et c'est donc la seule chose sur laquelle on puisse faire des prévisions. Si je connais le nombre d'enfants qui naissent cette année, je sais combien d'entre eux vont entrer à l'école primaire dans cinq ans et je peux donc déterminer combien d'instituteurs seront nécessaires. Le fait que l'Éducation nationale ne fasse rien de cela n'empêche pas de penser qu'elle devrait le faire. Je sais aussi le rapport entre le

nombre de gens qui vont prendre leur retraite dans vingt ans et ceux qui sont nés il y a vingt ans et qui sont censés les remplacer. Si un pays a une dette à long terme très importante et si ce même pays a une très mauvaise démographie à l'horizon du remboursement de cette dette, il ne faut pas être grand clerc pour comprendre que le remboursement va être difficile. Bref la démographie me donne de la visibilité à long terme...

Nous allons donc répartir les pays en trois groupes. Ceux qui ont une démographie désastreuse, ceux qui sont à l'équilibre et enfin ceux qui prévoient une démographie en expansion. Et à chaque groupe nous ferons correspondre une estimation «pifo- métrique» de la croissance de la productivité potentielle, ce qui nous donnera une idée de la vitesse de croisière de l'économie sous-jacente et donc de sa capacité à régler ou non les autres problèmes que nous mentionnerons dans les chapitres suivants.

- Les pays d'ores et déjà en situation alarmante.

Beaucoup d'entre eux sont en Europe, mais il faut également citer ici le Japon. Parmi les grands pays, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Japon et la Russie entrent dans ce que l'on pourrait considérer comme un déclin final avec un taux de fertilité de chaque femme inférieur à 1,4. Comme on le sait, le taux de fertilité doit avoisiner 2,1 pour que la population reste à l'équilibre, chaque femme se remplaçant elle-même et fournissant aussi un remplaçant à la gent masculine bien incapable de se régénérer toute seule. Comme cet état de fait a commencé il y a deux décennies, les populations de ces pays baissent d'ores et déjà. Signalons que la plupart des pays de l'ex-Europe de l'Est sont dans une situation similaire, à l'exception de la Pologne, et que la solution ne viendra pas d'une migration interne à l'Europe. La

migration viendra de l'extérieur, ce qui est porteur d'autres problèmes qu'il n'est pas dans notre propos de traiter. Si l'on essaie d'estimer une croissance de la productivité pour ces pays, on arrive au mieux à 2% par an, tant il est difficile d'extraire des gains importants d'une population vieillissante, la Russie étant un cas un peu à part dans la mesure où nous pourrions avoir des effets de rattrapage importants pour peu que le gouvernement investisse dans les infrastructures tant économiques que sociales plutôt que dans les armements, ce qui ne semble pas être le cas à l'heure actuelle. Ceci nous donne un taux de croissance potentiel d'environ 1,5% par an (+2% de productivité, -0,5% de baisse de la population) et nous amène à une première constatation : à l'exception du Japon, tous ces pays empruntent aujourd'hui à plus de 2,5% réels. On se souvient de notre règle d'or: les taux d'intérêt à long terme doivent être égaux au taux de croissance pour que le système ne s'écroule pas sous le poids de la dette. Nous en sommes loin, très loin. Tous ces pays devraient prendre des mesures pour réduire au maximum leurs appels à l'épargne publique. Ils sont tous en train de faire le contraire. Bref, la liste des pays ci-dessus est à peu de chose près la liste des pays dont il faut éviter d'acheter de la dette tant il est à peu près certain qu'ils ne réussiront ni à en servir les intérêts, ni bien sûr à la rembourser. La situation deviendra cataclysmique d'abord pour ceux qui ont aujourd'hui une dette importante en termes de PNB, l'Italie arrivant bien sûr en tête de ce palmarès de l'horreur potentielle.

Un développement particulier doit être ici consacré à la Chine. En effet, en raison de la politique de l'enfant unique, la population chinoise va commencer à baisser à partir de 2020. Par contre, la force de travail va continuer à bénéficier du transfert de population des campagnes vers les villes, et l'accroissement de la productivité moyenne dû à ce transfert est

très fort. Le taux de croissance y est donc très supérieur aux taux longs sur les obligations d'État, du fait de l'incroyable taux d'épargne chez le Chinois de base (50% du revenu disponible). De ce fait la croissance n'a aucun mal à se financer. Il n'en reste pas moins vrai que le taux de croissance de l'économie va baisser de façon structurelle et passer d'environ 10% par an au cours des dix dernières années à 5% par an d'ici à dix ans. Voilà qui va avoir un impact non négligeable sur la croissance mondiale et sur le prix de nombre de matières premières.

- Les pays qui se maintiennent à l'équilibre.

Dans ce groupe, on peut inclure la France, la Grande-Bretagne, la Suède, les États-Unis, le Canada, l'Australie... Ces pays sont dans une situation beaucoup moins alarmante. A peu de chose près, le taux de croissance potentiel est égal ou légèrement supérieur au taux de croissance de la productivité, ce qui veut dire que la contrainte exercée par les taux longs sera d'autant plus faible que des mesures seront prises pour faire croître cette dernière. Cela revient à dire qu'ils ont tout intérêt à déréglementer le marché du travail, à privatiser l'appareil de production, à libérer les forces productives. C'est dans cette voie que la Suède, le Canada et l'Australie se sont engagés depuis plus d'une décennie déjà, avec des résultats spectaculaires. Ce n'est pas ce qu'ont fait la France et la Grande-Bretagne, et ce n'est pas dans cette direction que semble se diriger l'administration Obama. Si ces trois derniers pays prennent des mesures qui à terme feront baisser le taux de croissance potentiel du pays, alors la contrainte financière apparaîtra beaucoup plus vite. Les expériences de redistribution des revenus par la fiscalité et/ou d'accroissement du rôle de l'État ne pourront être que fort brèves, tant le mécontentement de la population amènera à des changements de majorité par

déroutes électorales. Un tel changement semble déjà quasiment garanti en Grande-Bretagne dès l'an prochain tant la politique économique suivie par M. Brown a été désastreuse.

Dans l'ensemble, ces pays disposent de plus de temps pour régler leurs problèmes que les pays qui figuraient dans la première liste. Des États comme le Canada, les États-Unis et l'Australie ont un avantage supplémentaire: par l'intermédiaire de l'immigration, ils ont la possibilité de gérer leur taux de croissance à long terme en laissant rentrer des gens en âge de travailler et déjà formés, ce qui est loin d'être négligeable.

- Les pays à croissance démographique forte.

Dans les pays qui comptent pour cette petite revue démographique, nous excluons les pays arabes tant leur participation au commerce mondial est faible. En effet l'ensemble de leurs exportations hors pétrole sont inférieures à celles des Pays-Bas. Pour l'instant, ces pays ont complètement raté le mouvement vers la mondialisation. Il nous faut donc les laisser de côté. Dans ce qui reste, nous trouvons les trois géants du futur: l'Inde, le Brésil et l'Indonésie. Dans ces pays, on peut s'attendre à une forte croissance accompagnée par leur surgissement de plus en plus évident sur la scène internationale. L'Inde sera le pays le plus peuplé du monde d'ici à vingt ans, le Brésil ne sera pas très loin des États-Unis, quant à l'Indonésie, elle a vocation à devenir le pays musulman le plus puissant de la terre. De nombreux problèmes liés aux infrastructures, à l'éducation, aux différences sociales et raciales y sont présents, mais ce sont toutes les trois des démocraties qui ont passé à plusieurs reprises le test de difficultés résolues de façon pacifique. On peut penser que le plus dur est derrière elles. Ces pays devraient avoir un taux de croissance moyen supérieur à 5% par an (productivité + croissance de la population en âge de travailler) et ne devraient pas rencontrer de difficultés de

financement particulières. À ces trois pays on peut ajouter les Philippines et peut-être la Thaïlande et la Malaisie où la situation politique est cependant beaucoup plus compliquée.

Ce petit tour du monde démographique nous donne les marges de manoeuvre. L'Italie, l'Allemagne, l'Espagne et le Japon n'en ont aucune, les autres disposent de cette denrée précieuse entre toutes, le temps, ce qui influencera énormément notre jugement quand nous passerons au deuxième défi, la contrainte financière, ce que nous allons faire maintenant.

CHAPITRE XII

La contrainte financière ou quand les États gèrent un Ponzi

"La France est en faillite."

M. Fillon, Premier ministre

Un système dit de Ponzi est un classique en finance. M. Ponzi, au début du xxc siècle à Boston, empruntait de l'argent en promettant à ceux qui lui en confiaient des rentabilités mirobolantes, du style 40% en 6 mois. Les profits étaient payés rubis sur l'ongle aux premiers entrants, avec l'argent versé par les suivants. Le jour où les remboursements deviennent supérieurs aux rentrées, le système implose. C'est ce qui est arrivé à M. Madoff dernièrement. Les plus grands organisateurs de tels schémas ont toujours été les gouvernements, et un certain nombre de pays dans le monde sont en train d'arriver au stade où les rentrées deviennent inférieures aux sorties, c'est-à-dire au moment de vérité.

Prenons l'exemple de notre cher et vieux pays, selon la phrase de de Gaulle. M. Séguin, président de la très officielle Cour des comptes, vient de nous annoncer que le déficit de l'État français dépasserait 6,6% du PNB cette année et que la dette atteindrait des niveaux encore jamais vus en France en période de paix. Qui plus est, selon certaines notes internes à

Bercy dont j'ai eu connaissance, il n'est pas exclu que le déficit en 2010 atteigne 10% du PNB. Remarquons au passage que comme l'État représente 50% du PNB français, cela veut dire que le déficit en pourcentage du PNB du secteur

privé (le seul qui paye des impôts...) doit représenter en 2009 quelque chose comme 13,2%, en attendant 20% en 2010.

Mais il y a plus inquiétant. Le financement de la dette passée (service de la dette) représente 55 milliards d'euros, soit pas loin de 3% du PNB. Or tous les lecteurs se souviennent des critères de Maastricht qui limitent le déficit pour chaque pays participant à l'euro à 3% de ce même PNB. Pour que nous revenions dans l'épuration prévue par les traités, il faudrait donc que le budget hors paiement des intérêts soit au pire en équilibre, au mieux en excédent. Or il est en déficit de 3,6% du PNB (6,6% - 3%). La France est donc en train de rentrer dans un schéma de Ponzi... Et comme la dette va augmenter du déficit de cette année, il est d'ores et déjà certain que l'année prochaine, à taux d'intérêt équivalents, le service de la dette va croître à nouveau. Que le lecteur imagine ce qui se passera si les taux d'intérêt venaient à remonter. La France est dans une situation où les critères de Maastricht sont dépassés rien qu'avec le service de la dette... Pour empêcher la catastrophe, il faudrait que les rentrées fiscales montent beaucoup plus vite que le PNB et/ou que les dépenses croissent de façon beaucoup plus faible et ce de façon durable.

Comment y arriver?

Voyons d'abord du côté des recettes.

Les comptables du ministère des Finances pensent au premier abord qu'il faut augmenter les impôts. Cela déclencherait immédiatement une récession/dépression et une chute accélérée des recettes fiscales, tous les créatifs filant dans le pays d'à côté. Option à écarter pour un esprit rationnel, ce qui ne veut pas dire qu'elle ne sera pas retenue.

Certaines bonnes âmes pensent qu'il faudrait faire redémarrer l'inflation, ce qui est impossible pour deux raisons. La première est que si le marché obligataire commence à sentir

que l'inflation arrive, les détenteurs d'obligations les vendront sur les marchés «futurs» et les taux nominaux et réels monteront immédiatement à un niveau où la croissance sera étouffée, déclenchant de ce fait une baisse des prix et non pas l'inflation espérée. La deuxième est que les taux d'intérêt, les taux de change ou le contrôle de la masse monétaire - tous les outils dont on pourrait essayer de se servir pour relancer l'inflation - sont maintenant sous le contrôle exclusif de la BCE, elle-même complètement dans les mains de la Bundesbank dont on connaît la détestation pour l'inflation. Solution à exclure donc.

La conclusion me semble que la France est en train de rentrer à toute allure dans une «trappe à dettes» pour reprendre l'expression imagée de Keynes, c'est-à-dire dans une période où le service de la dette commence à croître de façon exponentielle et où, pour parler brutalement, le pays pratique la cavalerie financière au grand galop. On emprunte de plus en plus pour simplement payer les intérêts sur les stocks de dettes existants, lesquels se mettent à croître de façon incontrôlable, ce qui veut dire qu'il y a de moins en moins d'argent pour le reste (Éducation nationale, défense, police, justice, service des retraites), un peu comme avant 1789... À cette aune, M. Ponzi apparaît comme un aimable amateur. Si rien n'est fait, nous avons à l'arrivée la faillite et la ruine des petits épargnants qui avaient leurs comptes d'assurance bourrés d'obligations de l'État français au prétexte que cela leur procurait des avantages fiscaux. Pour éviter la faillite, une seule solution : la décroissance de l'État.

Ce qui nous amène au second point.

Pour s'en sortir, il est nécessaire d'organiser une refonte fondamentale de l'État avec une diminution drastique de son rôle: diminution de son périmètre, privatisations, gestion au

mérite des personnels, allongement de la durée du travail, etc. Comme c'est la seule solution possible, elle sera retenue, non sans que l'on ait essayé toutes les autres avant. J'ai tendance à penser que, de même que seul un général pouvait nous faire sortir du borbier algérien, seul un socialiste pourra s'occuper de cette tâche. Mais je peux me tromper, ce qui, je dois le reconnaître, m'arrive souvent en politique.

Cette Révolution a-t-elle eu lieu ailleurs?

La réponse est oui: le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Chine, la Suède (les Français feraient bien d'étudier ce qui s'est passé en Suède depuis la faillite de ce pays en 1992), la Grande-Bretagne sous Thatcher, et bien d'autres encore ont procédé à ce nettoyage des écuries d'Augias. C'est donc faisable, mais Dieu que c'est difficile à imaginer pour notre pays, tout confit qu'il est dans sa religion étatique et sa quête éperdue de sécurité.

La conséquence inéluctable de ce qui est avéré (l'Etat français est en train d'arriver aux limites de ses capacités d'endettement) est donc assez simple : nous n'allons pas vers un accroissement mais vers un profond recul du rôle de l'Etat, et cela à relativement court terme. Voilà une première conclusion bien surprenante et qui ne semble pas partagée par grand monde. C'est la raison pour laquelle cela se produira... En attendant ce jour béni, le pauvre secteur privé, telle la petite chèvre de M. Seguin, lutte contre le loup étatique depuis des lustres. Il est fort à craindre que d'un seul coup, la pauvre bête ne décide qu'elle n'en puisse plus et se couche à l'aube pour se laisser dévorer par le loup... C'est bien entendu à ce moment-là que nous saurons que l'État devra être et sera réformé et qu'il faudra acheter des actifs en France, massivement. En attendant ce moment fatidique, il est urgent de n'y rien faire.

Mais la difficulté ne s'arrête pas là: certains États dans la zone euro ont des situations financières beaucoup moins dangereuses, telles l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande. Dans un système de changes fixes, combien de temps peuvent cohabiter des Madoff et des emprunteurs normaux empruntant tous les deux aux mêmes taux? Et des Madoff, il y en a : l'Italie, l'Irlande, le Portugal, la Grèce viennent à l'esprit. Voilà un système technocratique qui paraît à la veille d'une explosion...

Un certain nombre d'États en Europe sont en train d'arriver à la limite de leurs capacités d'endettement. Ces États sont (par ordre d'arrivée dans le désastre) l'Italie - avec une dette égale à 110% de son PNB et des recettes fiscales qui s'écroulent tandis que les dépenses s'envolent -, l'Espagne, frappée de plein fouet par une crise immobilière sans précédent, l'Irlande, la Grèce, le Portugal, la Grande-Bretagne et la France dont nous avons longuement parlé et dont on voit qu'elle n'est pas la plus mal placée. Quelque part, la France est un bon élève parmi les cancre. Mais si l'un des cancre est viré de l'école (l'euro), il est à craindre qu'elle ne soit virée elle aussi. Parmi les pays «vertueux», citons la Suède et la Norvège - toutes les deux hors de la zone euro, ce qui explique sans doute pourquoi elles se portent bien -, l'Allemagne, les Pays-Bas, le Danemark et peut-être l'Autriche, terriblement plombée cependant par la situation acrobatique de ses banques.

Ce tour d'Europe ayant été fait, il nous faut maintenant regarder vers le grand large et passer aux autres continents.

Les États-Unis tout d'abord. Pour paraphraser Churchill, la situation financière y est désespérée mais pas sérieuse. Le président nouvellement élu veut à la fois mener deux guerres (Irak, Afghanistan), conduire une politique industrielle ambitieuse (subventions aux nouvelles énergies,

soutien des industries automobiles et financières) et lancer de nouveaux programmes sociaux gigantesques (couverture médicale pour tout le monde par exemple). De ce fait, le déficit budgétaire va dépasser 10% du PNB cette année et la dette monter à plus de 80% du PNB en deux ou trois ans (contre 60% du PNB au moment de son élection). Je ne doute pas une seconde que les marchés obligataires ne ramènent à la santé mentale tout ce petit monde qui manque cruellement d'expérience, et s'ils ne comprennent pas, les électeurs américains sauront modifier dès l'automne 2010 la majorité au Congrès pour les en convaincre. Pour l'instant cependant, il faut reconnaître que les États-Unis sont partis en glissade rapide sur une mauvaise pente.

En ce qui concerne le reste du monde, la situation est satisfaisante : le Canada et l'Australie ont des situations fiscales en ordre, de même que le Brésil et la quasi-totalité des pays asiatiques, Chine comprise, à l'exception toutefois de l'Inde qui présente un déficit budgétaire supérieur à 9% de son PNB, ce qui est préoccupant.

Bref, de façon structurelle, un certain nombre de pays d'Europe semblent engagés dans une voie dont on connaît malheureusement trop bien l'issue. De leur côté, les États-Unis se livrent à une glissade qui certes ne fait que commencer, mais ne laisse pas d'être inquiétante. Le danger budgétaire est donc concentré sur ces joueurs-là, le reste du monde se portant plutôt bien.

Nous avons maintenant identifié d'une part les pays qui avaient une situation démographique dangereuse, et d'autre part ceux sur lesquels la contrainte financière allait s'abattre. Il nous reste maintenant à voir ceux qui vont bénéficier - ou souffrir - de la nouvelle donne énergétique avant de traiter les

défis présentés par ce passage à l'économie de la connaissance dont nous avons parlé un peu plus haut.

CHAPITRE XIII

Le jour où les voitures ne feront plus de bruit

"L'âge de pierre ne s'est pas terminé par manque de cailloux."

Cheik Yamani, haut dignitaire saoudien

Comme toujours, revenons à la notion de valeur.

Qu'est-ce qui donne de la valeur aux choses et au travail des hommes? Nous ne cessons de l'expliquer, c'est le simple fait que d'autres hommes soient prêts à acheter ces produits et ces services, librement. Comme le disait déjà Jean Bodin, au XVIème siècle, «il n'y a de richesse que d'hommes». Si l'on veut aller plus loin et expliquer non plus l'origine de la valeur mais les variations relatives des prix des biens les uns par rapport aux autres, il faut se tourner vers les grands économistes du passé. On peut d'abord faire appel à Ricardo, le grand économiste anglais du début du XIXème siècle. La façon d'assurer une plus grande richesse à chacun est d'organiser la production en fonction de ce qu'il appelait les avantages comparatifs. Si un chirurgien est payé 2000 dollars de l'heure et qu'il tape beaucoup plus vite à la machine que sa secrétaire qui est payée 20 dollars de l'heure, il aura malgré tout intérêt à ne pas taper à la machine et à laisser ce travail à sa secrétaire. Tout le monde se retrouve plus riche et la secrétaire a un boulot. La valeur créée sera maximisée dans le système si chacun produit là où il a un avantage comparatif.

La deuxième explication a été fournie par Schumpeter, de loin mon économiste préféré. Les entrepreneurs ne sont pas des robots mais des inventeurs, et l'invention, en créant des

nouveaux produits, assure des baisses de prix et des nouveaux emplois, tout en détruisant les anciens. Dans ce monde, seule la capacité à innover compte. Les nouveaux produits correspondent à une création de valeur «*ex nihilo*», tandis qu'investir dans des produits obsolètes amène à une destruction de valeur considérable.

Enfin le dernier qui s'essaya à fournir une explication aux changements de valeur fut l'horrible pasteur anglican Malthus. Pour lui, ce qui faisait monter les prix était l'inévitable pénurie des ressources naturelles. Ces ressources naturelles se développaient en progression arithmétique tandis que la population humaine suivait une progression géométrique. La famine était donc inéluctable, la hausse du prix des matières premières en général et de la nourriture en particulier inexorable. Bref, le problème était qu'il y avait et qu'il y aurait toujours trop d'hommes sur cette terre. Ces prédictions ont toujours été démenties par les faits. Le prix des matières premières est en baisse constante depuis trois cents ans, notamment en raison de la diminution du coût du travail due aux inventions. Malgré tout, Malthus revient toujours à la surface parce qu'il donne aux gouvernements une excellente raison d'intervenir là où ils n'ont rien à faire, pour soi-disant «gérer» la pénurie, mais en fait pour la créer. Malthus leur convient aussi parce qu'il est fondamentalement pessimiste, ce qui s'accorde avec l'état d'esprit de tout bon socialiste/étatiste qui se respecte. Il n'aura pas échappé aux lecteurs que Malthus²⁷ s'est réincarné chez Al Gore ou Nicolas Hulot, et chez tous nos braves écologistes.

²⁷ Le plus invraisemblable est que Malthus ait été un pasteur. Comment un chrétien peut-il être pessimiste? C'est une faute contre l'esprit, la seule qui d'après le Christ est impardonnable. Malthus est le seul homme en trop qu'il y ait jamais eu sur la terre...

Il y a un peu plus d'un an, vers la fin de l'année 2007 et le début de l'année 2008, Malthus était incontournable. Tous les malthusiens du monde se répandaient en lamentations pour nous expliquer qu'il y avait trop de Chinois et pas assez de pétrole et que nous allions tous mourir de froid en marchant pieds nus. De ce fait, et à cause de la psychose ambiante, le pétrole dépassa pendant l'été 2008 les 140 dollars par baril... Agacé par ces imbécillités que j'avais déjà entendues trente ans avant au moment du fameux Club de Rome²⁸, j'avais publié, encore une fois dans Le Journal des Finances, l'article suivant que je reprends intégralement.

Et si on parlait du pétrole ?

Un grand débat fait rage en ce moment dans le monde du pétrole: avons-nous atteint ce que les spécialistes appellent le moment du «peak oil»? En termes clairs, la production de pétrole a-t-elle atteint son plus haut, et ci partir de maintenant va-t-elle d'abord plafonner, et ensuite baisser inexorablement? Ou bien les prix élevés atteints récemment vont-ils amener à une hausse importante des capacités de production, elles-mêmes génératrices d'une baisse des prix ci terme?

²⁸ Le Club de Rome expliqua en 1974 dans un rapport demeuré célèbre que le pétrole s'épuiserait dans les dix années qui suivraient et que des centaines de millions d'indiens allaient mourir de faim avant 1990. Moyennant quoi, l'Inde est aujourd'hui exportatrice nette de nourriture et les réserves de pétrole sont passées de dix à quinze ans de consommation mondiale annuelle, laquelle est passée de 60 millions de barils par jour à l'époque à plus de 80 millions aujourd'hui. Brillante prévision. La plupart des membres du Club de Rome, s'ils sont encore en vie, sont très actifs dans les organisations écologistes aujourd'hui et continuent à faire des prévisions nous annonçant l'imminence de la catastrophe.

Voilà un débat fort intéressant et qui sera sans doute tranché d'ici à une quinzaine d'années.

En attendant, quelque chose de beaucoup plus intéressant va se passer et avec un horizon beaucoup plus court.

La dernière fois que le prix du pétrole atteignit des niveaux historiquement aussi élevés (90 dollars/baril, ajustés de l'inflation, contre plus de 120 dollars aujourd'hui) remonte à la fin des années 1970. Un phénomène étrange se produisit alors. Le monde consommait à l'époque environ 60 millions de barils par jour (contre 87 aujourd'hui), et de 1980 à 1990, la consommation de pétrole se mit à baisser, alors même que les économies mondiales rentraient en plein boom. La consommation baissa pendant dur ans, et aujourd'hui le Japon ou l'Europe consomment moins de pétrole qu'ils ne le faisaient à l'époque...

Seules les consommations aux États-Unis et dans les pays émergents sont aujourd'hui à des niveaux supérieurs à ceux atteints à l'époque. Il fallut attendre la fin des années 1980 et le début des années 1990 pour que la demande mondiale repasse au-dessus des 60 millions de barils par jour, et pour cela il a fallu que le pétrole reste en dessous de 15 dollars/baril pendant des années...

Ce que le monde a réappris dans les cinq dernières années, c'est que le pétrole n'est pas une source d'énergie fiable. Elle n'est pas fiable parce que sa production est contrôlée par un cartel (l'OPEP) où ne figure à notre connaissance aucune démocratie. Elle n'est pas fiable parce que certains pays exportateurs, tels la Russie, n'hésitent pas à se servir de l'arme du pétrole pour ramener à la raison des voisins récalcitrants aux vues politiques du pays

producteur. Elle n'est pas fiable parce qu'une grande partie de la production est sous le contrôle de pouvoirs politiques menés par des malades mentaux (type Iran ou Venezuela, ou il y a peu l'Irak) qui, en nationalisant leurs sous-sols, empêchent tout effort de prospection chez eux.

La génération actuelle a donc dû réapprendre ce que la miennne avait appris en 1973 : il faut diversifier ses sources d'énergie au maximum et surtout ne laisser aucun pouvoir aux brigands psychopathes qui contrôlent le pétrole, aujourd'hui comme hier.

Ce qui veut dire que dans les années qui viennent, il va falloir remplacer partout quand c'est possible le pétrole par des sources alternatives d'énergie (nucléaire, gaz, charbon propre, éoliennes, système solaire) et que la plus grande source d'hydrocarbures se trouvera dans les économies à faire: par exemple, par unité de PNB, le Japon a une intensité énergétique égale à 1/7 de ce que fait la Chine. Si simplement la Chine et les États-Unis pouvaient cesser de gaspiller de l'énergie, la demande mondiale retomberait très vite à moins de 75 millions de barils par jour.

À 130 dollars/baril, on peut parier que les économies vont commencer bon train.

Ce que nous disons est donc très simple: le prix du pétrole a vocation à s'écrouler, non pas parce que l'offre va s'accroître, mais parce que la demande va chuter. Il est à espérer que quand cet écroulement va commencer, les pays importateurs de pétrole vont maintenir les prix élevés pour capturer à leur profit la rente minière, qui pour l'instant va aux producteurs d'or noir, et se servir de cette manne pour développer leurs propres ressources énergétiques.

Les grands gagnants seront les producteurs d'équipements alternatifs et bien sûr les pays émergents non

producteurs d'énergie, et les consommateurs qui partout cesseront d'être soumis au chantage de pays prédateurs.

L'essentiel est simplement de comprendre que le prix du pétrole est arrivé à un niveau où ce prix va détruire, et de façon importante, la demande pour les hydrocarbures.

Je m'attendais donc à ce que le prix du pétrole baisse, et baisse fortement, ce qu'il a eu la bonne idée de faire.

Et d'un point de vue structurel, il est évident que le rendement du moteur à explosion est très faible par rapport à celui d'un moteur électrique et que le pétrole contribue à la pollution, ce qui pose un vrai problème. Je persiste et signe : les jours du pétrole comme source principale d'énergie sont comptés, tout simplement parce que les jours du moteur à explosion le sont. Reste à déterminer qui vont être les gagnants et les perdants de cette révolution énergétique dont nous entrevoyons les prémises.

Parmi les grands perdants à long terme, nous trouvons à l'évidence les pays producteurs de pétrole en général et la Russie et le Moyen-Orient en particulier. Nous trouvons aussi les pays dont les économies sont très dépendantes de l'industrie automobile dans sa forme actuelle. Parmi ces pays, on trouve l'Allemagne et le Japon où plus d'un travailleur sur sept est employé dans l'industrie automobile.

Parmi les grands gagnants, outre des pays «normaux» tels le Canada et la Norvège qui sont exportateurs nets de pétrole, aussi injuste que cela puisse paraître, on trouve d'abord ceux qui gaspillaient l'énergie, et en premier lieu les Etats-Unis et la Chine.

- Il faut savoir que les États-Unis ont une dépendance pétrolière vis-à-vis de l'étranger de 50%, mais sont 100% indépendants pour le charbon où ils ont des réserves

représentant plus de trois siècles de consommation. De même, ils sont indépendants en ce qui concerne le gaz naturel. Si l'on trouvait dans les années qui viennent une solution technique permettant de faire fonctionner des centrales thermiques au charbon «propres» en capturant les émissions de CO₂, les États-Unis seraient alors les grands vainqueurs. Dans un premier temps, ils cesseraient de brûler du mazout dans les centrales fonctionnant avec cette matière, et dans un deuxième temps, ils pourraient se diriger franchement vers les véhicules de proximité électriques. Sur les 20 millions de barils consommés chaque jour aux États-Unis, 80% servent à des voitures particulières qui ne sont jamais à plus de 30 kilomètres de l'endroit où elles couchent. Les recharger pendant la nuit serait donc extrêmement facile...

- Pour la Chine, son inefficacité énergétique est flagrante, et le gouvernement chinois a entrepris de corriger ces défauts en maintenant des prix élevés sur les hydrocarbures. Si une découverte est faite dans le domaine du charbon propre, la Chine en sera un grand bénéficiaire dans la mesure où ses réserves de charbon sont immenses.

Mais le véritable grand gagnant sera celui ou ceux qui domineront les nouvelles technologies de production et de distribution de l'énergie.

- La France est particulièrement bien placée dans le domaine nucléaire, puisque 80% de l'électricité en France est produite par des centrales nucléaires et qu'Areva a en construction trois centrales de troisième type, l'une en Finlande, les deux autres en France. Comme pour toute technologie nouvelle, ces constructions se passent dans la douleur, mais à terme, cela donne un avantage comparatif immense à notre pays, où des petites voitures électriques

commencent à proliférer.

- En ce qui concerne les énergies nouvelles, la transformation du charbon et la mise en place de nouvelles technologies pour les batteries, les États-Unis semblent très bien placés. Depuis cinq ans, les sociétés du secteur privé y ont investi plus que pour le développement de l'Internet. La Chine semble être à la pointe de tout ce qui se fait de nouveau dans le domaine des batteries. Le Japon est dominant dans tout ce qui est productivité énergétique et l'Allemagne dans l'isolation des maisons.

Bref, une bonne partie de ce que le monde compte de scientifiques est actuellement occupée à essayer de nous sortir de l'étranglement constant que le pétrole a imposé et impose encore à nos économies. De multiples solutions vont sans aucun doute voir le jour, la plupart fort sympathiques mais pas très utiles. Les vrais progrès doivent être faits dans le nucléaire, le charbon et la technologie des batteries. Il n'y a pas de jour qui passe sans qu'une annonce soit faite dans l'un ou l'autre de ces domaines.

Pour nous résumer, les perdants seront l'OPEP et la Russie, les gagnants les États-Unis, la Chine et la France, qui dispose aussi de remarquables technologies dans le domaine des transports en commun. Mais en fin de parcours, le vrai et grand gagnant sera le consommateur d'énergie partout dans le monde et en particulier dans les pays émergents. Ils pourront enfin se développer sans avoir à craindre un «rezzou» sur leur accroissement de richesse de la part de pays ou de gouvernements dont le seul mérite est d'être favorisés par la géologie. Cette optimisation de la consommation et de la production d'énergie sera renforcée par la nouvelle forme d'organisation des sociétés industrielles ou commerciales que nous avons appelée la révolution de la plate-forme.

CHAPITRE XIV

Quand l'intelligence prend le pouvoir

Au cours d'une conversation avec Milton Friedman, nous parlions des effets secondaires inattendus des inventions et tout à coup il me dit: «Vous savez, Charles, la pire des inventions a sans doute été l'air conditionné.» Me doutant qu'il s'agissait d'une blague, je lui demandais de s'expliquer. En riant très fort, il me dit: «Avant l'air conditionné, les hommes politiques passaient trois mois par an à Washington. Maintenant, ils y restent douze mois ! » Par là il voulait dire que ceux qui s'étaient enrichis avec l'invention de l'air conditionné n'étaient pas vraiment les fabricants d'appareils, mais les constructeurs d'immeubles de bureaux ou de logements dans les régions où il était difficile de travailler en été. De même, pendant le développement des lignes de chemin de fer au XIXème siècle, ce ne furent pas les fabricants de rails ou de locomotives qui s'enrichirent vraiment, ni les actionnaires des lignes de chemin de fer, mais ceux qui achetèrent des terrains autour des gares ; un exemple est le développement de la plaine Monceau à Paris.

Le même phénomène s'est produit avec l'Internet. Ce ne sont pas tellement les fabricants de matériel qui se sont enrichis, mais les relais dont les utilisateurs se servent, les gares de notre époque, tels Google ou Microsoft.

Quand une nouvelle invention voit le jour, il faut toujours réfléchir à qui en sera le bénéficiaire à deux ou trois coups de distance. L'investissement s'apparente un peu au billard à trois bandes. Il est très rare que le bénéficiaire visible au début du mouvement soit le vrai gagnant à la fin, dans la

mesure où l'endroit évident est celui où tout le monde se précipite et où les surcapacités apparaissent très vite.

Et quelle a donc été la véritable révolution - loin d'être terminée - apportée par l'Internet? Le coût de l'information, qui depuis le début des temps était très élevé, est en quelques années passé à zéro. Et de ce fait le pouvoir économique a glissé de celui qui maîtrisait la production à celui qui maîtrise l'information. C'est une évolution que j'ai pu vérifier au cours de ma propre carrière. Au début des années 1990, j'étais responsable de la stratégie d'investissement (Chief Investment Officer) de la société de gestion de fonds institutionnels que j'avais créée à Londres et qui avait des mandats sur plus de 10 milliards de dollars. Mon système informatique occupait des bureaux à air conditionné fort chers et coûtait en personnel et en achat de banques de données plus de 2 millions de dollars par an. Aujourd'hui j'ai accès en temps réel à de bien meilleures informations, qui ne me coûtent qu'environ dix mille dollars par an et tout cela à partir d'un petit ordinateur portable qui marche dans tous les aéroports du monde...

Le coût de l'information dont j'ai besoin pour travailler a donc baissé de 95% en quinze ans. Ce n'est pas un changement de prix, c'est un changement dans la nature même du système. Ce changement de système dans le monde de l'information bouleverse tout le système économique en créant les conditions d'une concurrence parfaite. Imaginez que vous soyez un acheteur de cartons d'emballage. Autrefois, votre information sur ceux qui pouvaient vous fournir ce produit était parcellaire, fragmentaire, et vous vous retrouviez peu ou prou dans les mains des producteurs proches de chez vous qui vous envoyaient des vendeurs. Aujourd'hui, vous vous mettez sur Google et vous cherchez qui produit ce dont vous avez besoin, à quel coût et selon quels délais. Vous avez retrouvé une

indépendance totale par rapport à vos fournisseurs et ils n'ont plus de pouvoir sur vous...

Prenons l'exemple de l'une des plus grosses sociétés cotées à Hong Kong, Li & Fung. Son seul rôle est d'être une plaque tournante de l'information sur qui produit quoi et où et à quel prix et selon quels délais. Si vous avez besoin de 300 000 chemises blanches, Li & Fung vous dira qu'aujourd'hui il est moins cher de les acheter en Turquie, qu'il vaudra mieux les acheter demain en Egypte, après-demain au Vietnam, et ils s'occuperont de tout (commandes, transports, livraisons) une fois que vous aurez passé la commande. De ce fait, Li & Fung, société basée à Hong Kong rappelons-le, est le premier exportateur turc ou thaï, alors qu'elle ne produit rien dans ces deux pays... Li & Fung ne produit certes rien, mais en maîtrisant parfaitement la logistique de la production, cette société optimise comme jamais dans l'histoire les rapports entre l'offre et la demande. Rien de tout cela ne serait possible sans l'Internet.

Ces sociétés, que nous avons appelées les sociétés «plates- formes», correspondent à une nouvelle déclinaison de la loi des avantages comparatifs de notre cher Ricardo. Leur matière première n'est plus le travail, mais la connaissance des processus de production et de distribution qu'elles contrôlent grâce à la domination de leurs centres de recherche et une informatique extrêmement puissante. Wal-Mart, la plus grande chaîne de magasins du monde, a une capacité de calcul qui n'est surpassée dans le monde entier que par le département de la Défense aux États-Unis...

Remarquons pour finir que pour les sociétés qui décident de se spécialiser dans le domaine de la production industrielle, cette évolution est aussi une très bonne chose. Leur appareil de production tourne la plupart du temps à plein

régime et si les produits d'Apple ne se vendent pas, ceux de Dell ou de Nokia se vendront et donc la volatilité de leur production sera réduite.

Comme dans tout bon «deal» économique, tout le monde y gagne, sauf bien entendu ceux qui ne sont pas compétitifs et qui réclament de ce fait l'intervention de l'État pour «protéger» soi-disant l'emploi, mais en fait leurs rentes.

Nous sommes en train de rentrer dans un «monde plat» pour reprendre l'heureuse expression de Thomas Friedman et il nous faut voir maintenant quelles sont les conditions requises au niveau de chaque nation pour tirer le maximum de bénéfices de cette transformation plutôt que d'en souffrir.

- La première de ces conditions est bien entendu d'avoir un système éducatif de qualité, c'est-à-dire concurrentiel. Une société de la connaissance repose avant tout sur l'éducation. Ce qui veut dire que le système éducatif existant ne doit pas s'endormir. Alvin Toffler, qui a compris tous ces développements il y a déjà plus de vingt ans, fait remarquer que l'un des problèmes des sociétés modernes réside dans le fait que les différents secteurs de la société se développent à des vitesses différentes. La technologie se développe à la vitesse de la lumière, tandis que les systèmes éducatifs vont au pas. Qui plus est, l'éducation a été organisée pour répondre aux besoins d'un mode de production pyramidal, stable et très hiérarchisé alors qu'il est devenu horizontal, instable et très peu hiérarchisé. Bref, il existe un conflit latent entre production et éducation - cette dernière ayant 100 ans de retard sur la première - avec pour résultante de nombreuses et inévitables tensions. De la résolution heureuse de ces tensions dépend l'avenir de beaucoup de nos sociétés.
- La deuxième est de faire régner la plus grande flexibilité dans l'économie et le droit du travail. Les choses bougent

tellement vite que nul ne peut espérer codifier dans le détail les relations professionnelles. Il faut énoncer quelques principes de bonne conduite et s'y tenir. L'État doit se concentrer sur la protection et la formation permanente, et non pas sur la protection des secteurs existants. Cela a déjà commencé au Danemark par exemple.

- La troisième est qu'un tel système ne peut fonctionner que si les infrastructures tant technologiques que juridiques sont parfaites et que si les droits de la propriété, en particulier de la propriété intellectuelle, y sont reconnus.
- La quatrième est la nécessité d'un système de taxation souple et favorable à la création de valeur immatérielle. Dans ce monde nouveau, les entrepreneurs peuvent en effet faire apparaître leur rentabilité là où ils le veulent et la feront donc apparaître là où le «mix» services publics-infrastructures/rentabilité est le meilleur, ce qui est bien compréhensible.
- Enfin, un tel système ne peut fonctionner que dans une société ouverte à la Karl Popper, où l'information est libre, la concurrence la règle, le débat d'idées souhaité et accepté.

Si nous passons nos différents pays au crible de ces critères, que trouvons-nous?

Les grands vainqueurs apparaissent être les pays de l'Europe du Nord (Suède, Danemark, Finlande) qui ont d'ores et déjà réformé leurs systèmes éducatifs, leurs États, leurs systèmes de production pour atteindre les résultats demandés par cette nouvelle donne. Dans les grands vainqueurs, on doit aussi citer les villes-États comme Singapour ou Hong Kong.

Viennent ensuite toute une série de pays qui présentent un certain nombre de caractéristiques requises, mais avec ici ou là des manques assez évidents. Par exemple, la France a beaucoup d'atouts, avec cependant les énormes handicaps d'un système de taxation ubuesque et d'une Éducation nationale

refusant le principe même de la concurrence. Le vrai problème de la France est son État. Et pour beaucoup de ceux qui travaillent à l'intérieur de ce dernier, la France c'est l'État, et l'État c'est la France. Demander à l'État de s'effacer pour que la France puisse grandir à nouveau est au-delà de leur compréhension et, on peut le craindre, de la compréhension du peuple lui-même, qui s'est totalement habitué à ce système.

Les États-Unis quant à eux sont très bien placés dans nombre de domaines, mais semblent embarqués sous la direction de M. Obama dans une politique de retour au passé. On peut craindre en effet un affaiblissement de la sécurité juridique, déjà bien perceptible avec le traitement réservé aux détenteurs d'obligations de GM ou de Chrysler, un alourdissement de la pression fiscale, des tentatives protectionnistes, une apparition de problèmes financiers bien réels (les États-Unis semblent être en train de rentrer eux aussi dans une trappe à dettes). Toutes ces craintes peuvent être résumées en une simple constatation : les classes sociales qui soutiennent M. Obama sont toutes celles dont la révolution actuelle met en danger le pouvoir: syndicats industriels, syndicats de l'enseignement ou de la fonction publique, médias (journaux, New York Times en tête, qui perd de l'argent depuis des années), grands réseaux de télévision (du type NBC ou ABC), dont les parts de marché ne cessent de s'effriter à cause de l'Internet, grandes sociétés qui ne peuvent survivre sans l'aide de l'État (GM), grandes universités monopolistiques dont le pouvoir va être battu en brèche par des télé-enseignements de qualité ou par la formation professionnelle apportée directement par les sociétés, et enfin les banques et sociétés financières qui auraient vocation à s'atrophier et à disparaître si l'État ne les subventionnait pas et qui ont placé leurs hommes (Larry Summers, etc.) au cœur même du gouvernement.

«Étatistes des États-Unis, unissez-vous», tel semble être le cri de ralliement de tous ces gens.

Viennent enfin les pays qui n'ont pas vraiment compris ou qui refusent délibérément ces changements. La «préférence industrielle» plombe le Japon et l'Allemagne et les rend très vulnérables à une baisse d'activité, comme on le voit en ce moment, tandis que l'absence de sécurité juridique et le refus du débat d'idées sont porteurs de problèmes pour la Russie ou la Chine. Des pays comme l'Inde ou le Brésil sont difficiles à placer dans cette cote dans la mesure où l'Inde par exemple, malgré de nombreuses et fort brillantes universités et une industrie de la connaissance en plein boom, est encore peuplée de 450 millions d'illettrés et souffre d'une insuffisance criante d'infrastructures. Le Brésil quant à lui a un gros problème avec une partie de la population qui n'est absolument pas intégrée aux processus de production, vit à l'écart du monde moderne et crée de ce fait une criminalité très forte, donc une absence de sécurité juridique au niveau des personnes.

Il est tout à fait évident qu'un pays comme la Chine a choisi de concentrer tout son effort de développement sur les activités qui ne nécessitent ni liberté d'information, ni société ouverte, ni sécurité juridique totale. A court terme le pari est gagnant, à moyen terme on peut davantage s'inquiéter, surtout à partir du moment où la démographie se retournera, c'est-à-dire dans une dizaine d'années. L'Inde pourrait à cette époque prendre le relais, car la plupart des conditions requises à son développement y sont d'ores et déjà présentes.

Bref, quand nous nous essayons à analyser cette société de la connaissance dans laquelle nous rentrons, nous découvrons que selon les pays, certains pans sont déjà en place, mais que rares sont les pays où tout soit déjà en bon ordre de marche. Curieusement, nous découvrons que les pays les plus

en avance sont ceux qui ont une population totale entre cinq et quinze millions d'habitants, comme si les pays les plus petits avaient un avantage comparatif considérable quand il s'agissait de se reformer. Sur les dix niveaux de vie les plus élevés dans le monde, neuf se trouvent en effet dans les pays ayant ces caractéristiques démographiques, le dixième étant les États-Unis. Faut-il en conclure que la taille de population optimale pour un État est d'environ dix millions de personnes ? Voilà qui met à mal l'idée qu'être gros est toujours un avantage. Une leçon pour l'Union européenne ?

CONCLUSION

Nous entrons en des temps révolutionnaires

La situation actuelle ressemble un peu à un mille-feuille. La première couche est la crise économique et financière actuelle, qui a été traitée abondamment dans les médias et par nombre d'auteurs et dont j'ai offert une explication qui, bien que ne relevant pas du consensus, me semble plus cohérente que les explications marxisantes que j'ai lues un peu partout. Mais en dessous, nous avons de nombreuses autres couches :

- Crise des systèmes interétatiques lourds, du style euro, qui font coexister ensemble et de force dans des lits de Procuste des nations qui ne peuvent pas vivre au même rythme.
- Crise des manipulations des prix de marchés effectuées par des gouvernements, qui touchent en particulier les taux de change et les taux d'intérêt.
- Crise des Etats sociaux-démocrates qui rentrent dans une contrainte financière dont ils ne soupçonnent même pas la gravité.
- Changement brutal des processus de production, passant d'une économie industrielle à une économie de la connaissance et forçant à une remise en cause très douloureuse de bien des situations acquises. Si Marx a eu une intuition juste, c'est que les processus de production ont une influence énorme sur les systèmes politiques et sociaux. L'industrie, comme l'armée, avait besoin de troupes de travailleurs interchangeables les uns avec les autres et à qui on donnait des ordres qu'il fallait exécuter. La faillite de General Motors, et donc du taylorisme, est la preuve de la mort de ce modèle. Ce qui est arrivé à General Motors va

arriver aux Etats qui sont eux aussi organisés selon le modèle hiérarchique et pyramidal. Les processus de production deviennent fluides et horizontaux, ce qui va forcer les États à s'adapter et à se contracter, comme General Motors.

- Crise démographique et des retraites un peu partout dans le monde de l'OCDE, mais surtout en Italie, en Espagne, au Portugal et au Japon. Dans certains de ces pays, les engagements de retraite non provisionnés représentent sept à huit fois le PNB. Personne n'a la moindre idée de la façon dont ces engagements vont être honorés. Il s'agit de dettes gigantesques, qui ne figurent pas au bilan et qu'il va falloir servir dans les dix ans qui viennent alors même que la contrainte financière sera au maximum...
- Glissement du pouvoir économique de l'Atlantique au Pacifique, fort bien symbolisé par les deux derniers présidents des États-Unis pour lesquels l'Europe ne représente pas grand-chose et qui n'ont pas de racines communes avec le Vieux Continent.
- Changement dans la composante énergétique qui sous-tend tout notre appareil de production et de transport, et passage d'un monde dominé par les hydrocarbures à un monde où l'électricité sera omniprésente. Si cette analyse se justifie, ses implications sont immenses.

Comme je l'ai écrit dans mon livre précédent *C'est une révolte? Non Sire, c'est une révolution*, notre temps est un temps révolutionnaire. À l'origine de cette révolution, non pas les troupes qui défilent habituellement derrière des drapeaux rouges le 1er mai, mais, bien au contraire, des inventeurs et des entrepreneurs. Nous entrons dans une période de destruction créatrice massive, qui ressemble en bien des points au début du XIXème siècle.

Ces temps révolutionnaires vont favoriser la flexibilité par rapport à la rigidité, les structures horizontales par rapport aux structures pyramidales héritées de la révolution industrielle. Ce seront des temps passionnants d'inventions, de découvertes, de remises en cause de situations que l'on croyait acquises pour toujours. Comme le dit la malédiction chinoise: «Puissiez-vous vivre dans des temps intéressants.»

Et intéressants, ils vont l'être, je peux en assurer le lecteur.

Nous rentrons dans une période où le mouvement va l'emporter sur la stabilité, ou la Vie (la prise de risque) va l'emporter sur la Mort (la rente) et où rien ne sera acquis, comme le prévoyait déjà la chanson: «Rien n'est jamais acquis à l'Homme... »

Nous rentrons dans des temps où le capitalisme va prospérer comme jamais.

Et soyez convaincu que, dans ce monde, l'individu l'emportera sur les masses.

Bonne chance.

" A l'origine de ce livre il y a un principe simple : pour régler les problèmes, il faut les comprendre et pour les comprendre, il faut d'abord les analyser. Toutes les situations de crise grave, comme celle dans laquelle nous nous trouvons, ont des causes à la fois lointaines et proches, difficiles à démêler ; surtout les causes réelles sont souvent cachées par des causes apparentes. Aujourd'hui, c'est le libéralisme qui tient lieu de leurre et de bouc émissaire. J'invite le lecteur à découvrir les vraies causes de la crise. Ce n'est pas le libéralisme qui est coupable. Les responsabilités résident dans le dévoiement des systèmes bancaires et financiers, dans l'incompétence de certains économistes, dans des erreurs politiques graves dictées par la déresponsabilisation et la démagogie d'instances dirigeantes. C'est pourquoi l'économiste et financier que je suis depuis quarante ans, qui sillonne la planète avec son bâton de pèlerin, non pas pour convertir mais pour rétablir la vérité, reste au fond de lui-même Libéral mais non coupable. "

Charles Gave est économiste, entrepreneur et directeur de l'Institut des Libertés, un Think Tank déterminé à promouvoir les valeurs libérales.

www.institutdeslibertes.org