

LA CRISE

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

N°4, Septembre 2008

THE BIG ONE

1. **A L'ORIGINE : la dette des ménages américains**
2. **CHARYBDE ET SCYLLA REVISITES : la longue agonie de la finance anglo-saxonne**
3. **ECONOMIE REELLE : le plongeon du *credit crunch***
4. **RUBRIQUE PRATIQUE : et mes sous dans tout ça !**
5. **LE COIN DE L'INTELLO : il n'est pas interdit de réfléchir !**

La faille de Wall Street a lâché avant celle de San Andreas. Les géologues attendent toujours, les économistes sont servis... et pour la plupart ils n'avaient rien vu venir, perdus dans leurs modèles quantitatifs incapables de penser les ruptures, là où il faut privilégier l'approche qualitative et pluridisciplinaire pour repérer les discontinuités. Les californiens dégustent tout particulièrement vu l'effondrement immobilier de la zone et leurs faillites bancaires... mais l'ensemble de la planète tremble... même le petit village gaulois et même le fortin teuton. Tous n'en mourront pas, mais tous seront atteints.

Ainsi donc commence en cette fin septembre la saison II (2008-09) de notre grand feuilleton LA CRISE, en attendant la saison III (2009-10) déjà prévisible. J'ai commencé à concevoir cette lettre début septembre. Le titre, dans une période où une douce euphorie envahissait les salles de rédaction des médias économiques, en était

Tout va très bien, madame la Marquise

***Le pétrole baisse, le dollar revient,
Pourtant il faut, il faut que l'on vous dise
On déplore un tout petit rien
Une récession, une petite crise
Mais à part ça... tout va très bien¹***

L'accélération des événements rend ce titre caduc mais le contenu de la lettre ne change qu'à la marge, car tout ce qui se passe était largement prévisible, fortement envisagé dans mes lettres précédentes et je considérais bien depuis plusieurs mois cet automne comme le début de la phase paroxystique de la crise, même si je pensais que le gouvernement américain ferait tout pour que ça tienne jusqu'à l'élection de novembre. Mais sur le fond, rien n'a changé ces derniers jours, et rien ne dit que dans quelques jours (après l'adoption du Plan Paulson par exemple) ou dans quelques semaines on ne nous bercera pas à nouveau d'une miraculeuse sortie de crise, qui ne sera qu'une phase de rémission avant le prochain plongeon, jusqu'à ce que les écuries de la finance soient enfin nettoyées (il y a encore du boulot !) et, au-delà de la finance, c'est une profonde dépression de l'économie réelle qui s'annonce.

¹ Librement inspiré de *Tout va très bien Madame la Marquise* (1934, Ray Ventura et ses collégiens, paroles et musique de Paul Misraki).

1. A L'ORIGINE: la dette privée anglo-saxonne

On parle beaucoup et depuis longtemps de la dette américaine et du privilège d'un pays à qui il suffirait d'émettre sa propre monnaie pour s'endetter. Mais de quoi parle-t-on : la dette publique US n'a rien d'extraordinaire. Le problème aux Etats-Unis et en Grande Bretagne provient de la dette privée des Ménages et des Institutions Financières.

A fin 2007, la dette américaine² est au total, tous agents confondus, de 49.760 milliards de dollars (environ 50 trillions de \$), soit 3,6 fois le PIB. La dette contractée vis-à-vis de l'étranger (gross external debt) est de 13.427 milliards. Sur les 50 trillions, la dette publique représente moins de 15% (2/3 pour l'Etat fédéral, 1/3 pour les Etats et collectivités territoriales). La dette de l'Etat fédéral représente moins de 40% du PIB, soit beaucoup moins qu'en France ou en Allemagne (dans les 60%) et a fortiori qu'en Italie (100%) ou au Japon (150%). Il est donc largement infondé de dire que l'Etat américain en lui-même n'a plus de marge de manœuvre et de crier au loup lorsque sa dette augmente du fait de la nationalisation de Fannie Mae et Freddy Mac ou du plan Paulson (même si les sommes en jeu sont effectivement considérables). Le problème US, et britannique, est celui de la dette privée et en particulier celle des Ménages à l'origine de la crise actuelle

Poursuivons la décomposition de la dette US. Pour 32% elle est le fait du Secteur financier, puis pour 28% des Ménages (4/5 immobilier et 1/5 crédit à la consommation) et ensuite du Business pour 21%. La dette des ménages, avec 13848 milliards de dollars est équivalente au PIB de 13811 milliards de dollars soit un ratio dette des Ménages/ PIB à 100%, qu'on retrouve également en Grande Bretagne. Par contre en Europe continentale ces taux sont beaucoup plus modérés : beaucoup de pays sont sous les 50%, dont la France, l'Allemagne est à 60% mais en baisse par rapport à 2002. L'Irlande et l'Espagne dépassent les 80% et l'éclatement précoce de leur bulle immobilière (comme aux USA et en GB) n'est pas étranger à cet endettement des Ménages.

Mais la dimension quantitative de la dette des ménages n'explique pas tout. La dimension qualitative vient aggraver le quantitatif. En effet, l'endettement anglo-saxon se fait à taux variable (très variable même), venant ainsi fragiliser des ménages qui voient leurs mensualités augmenter très fortement alors qu'ils étaient déjà en limite de solvabilité à des taux initiaux plus faibles. Et que dire lorsque les taux initiaux étaient des taux d'appel, pour attirer le client, et que dire encore plus lorsqu'aucun contrôle des revenus des emprunteurs n'était fait par des courtiers pressés d'empocher leurs commissions et pas concernés par les futures défaillances des emprunteurs. D'ailleurs, les banques prêteuses se sont elles aussi exonérées de tout risque ultérieur en titrisant ces prêts à forte potentiel de défaillance, pour revente au détail. Pour bien comprendre ce qu'est la titrisation, imaginez un charcutier qui reçoit une carcasse de porc : il découpe, il hache et il reconstitue, mélangeant le gras et le maigre, l'avant et l'arrière, produisant des saucisses et des saucissons, de la chair à saucisse vendue au détail, qu'ensuite le cuisinier découpera en rondelle ou mettra dans les lasagnes ou les tomates ou courgettes farcies. Eh oui, vous avez tout compris, voilà pourquoi il y a 10% de subprime dans votre fonds de pension, votre sicav favorite ou dans votre fonds de trésorerie acheté à votre banquier ou assureur (le cuisinier, et souvent le charcutier-cuisinier encore appelé traiteur). Et voilà comment les déchets toxiques de la finance anglo-saxonne ont envahi insidieusement votre patrimoine sans que vous en ayez conscience. Peut-être êtes-vous le vrai propriétaire de quelques mètres carrés d'une villa en Californie ou en Floride. Et lorsque l'immobilier... qui devait toujours monter (et dire qu'il y avait des connards pour le penser, mais surtout des fourbes pour l'affirmer !) a commencé à baisser, le système s'est effondré

² Les chiffres ci-dessous proviennent de : <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/z1r-2.pdf> et de <http://www.ustreas.gov/tic/external-debt.shtml>

(voir ci-dessous les pyramides de Ponzi) conduisant aux faillites que nous voyons maintenant et aux conséquences sur les patrimoines des particuliers. Le prochain film à succès ne sera plus « Chérie j'ai rétréci les gosses » (arrêtez de rigoler, les Québécois..., pour vous le titre est... j'ai rétréci les enfants) mais « Chérie j'ai rétréci le patrimoine » (et là les Québécois ne rigolent plus... ils regardent leurs fonds de pension !).

2. CHARYBDE ET SCYLLA REVISITES : la longue agonie de la finance anglo-saxonne

La fièvre du vendredi soir. Si vous ne savez pas quoi faire le vendredi soir (ou le samedi matin en Europe, décalage oblige) suivez le grand feuilleton de la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) organisme chargé de la surveillance des faillites bancaires et de l'indemnisation des déposants si nécessaire: c'est le vendredi soir, après la fermeture de tous les marchés financiers dans le monde, que sont annoncées les faillites bancaires (une quinzaine depuis début 2008). La FDIC continue à réembaucher des retraités pour faire face à un surcroît d'activité, elle loue des surfaces de bureaux supplémentaires, elle allonge la liste des banques sous surveillance (117 maintenant au lieu de 90 il y a quelques semaines. Petit problème : ses ressources pour garantir les dépôts à hauteur de 100.000 \$ sont déjà bien entamées (de l'ordre du tiers) ; Mis à part Indymac, jusqu'à ces dernières semaines ce sont des petites banques régionales qui ont plongé ; d'autres vont suivre, notamment du fait de transcription dans les comptes de la chute de valeur phénoménale des actions des deux géants US du refinancement hypothécaires, Freddie Mac et Fannie Mae, nationalisés au dernier coup de gong avant faillite (ils devaient trouver l'un et l'autre plus de 100 milliards \$ avant fin septembre), puis des faillites-rachats des gros poissons que sont Lehman et WaMu (Washington Mutual) et donc de la dévalorisation des créances sur ces firmes. Il est probable qu'à l'horizon deux ans ces faillites bancaires ne se compteront pas par dizaines mais par centaines (200 ou 300). Les fonds de la FDIC auront besoin d'être massivement renfloués : grave question, qui va payer ? Réponse : les déposants ou les contribuables, bref les mêmes finalement !

De l'Albanie aux Etats-Unis : les pyramides de Ponzi. Non, Ponzi n'est pas un cousin de Khéops ou autre pharaon. C'est un simple émigré italien aux Amériques au début du 20^{ème} siècle. C'est lui qui invente le système d'épargne pyramidal qui consiste à promettre des intérêts considérables (du type 50%)... payés rubis sur l'ongle... avec les dépôts suivants... et ainsi de suite jusqu'à ce que le pot aux roses soit découvert. Le dernier grand scandale de pyramides de Ponzi a alimenté la crise financière albanaise en 1996-97. Si l'on y réfléchit bien, le scandale des subprimes aux Etats-Unis relève d'un mécanisme du même type... encore plus pervers puisque c'est la future victime, l'emprunteur, qui est incitée à payer les intérêts de son prêt avec le nouvel emprunt que lui permet la hausse de la valeur de son bien immobilier... tant qu'il y a hausse. Le système ne prévoyait pas que les prix immobiliers pourraient un jour s'arrêter de monter, pas plus que Ponzi ne prévoyait que des placements nouveaux lui feraient défaut pour payer les intérêts faramineux promis ! C'est dire l'état de perversité atteint par la finance américaine.

Des subprime aux CDS (credit default swap). Mais les subprimes ne sont qu'un léger hors d'œuvre. Le plat de résistance commence juste à être servi : il s'agit des Credit Default Swap (je ne suis pas certain de bien maîtriser encore le sujet, mais allons y quand même, d'ailleurs je ne suis pas sûr que beaucoup de gens comprennent l'ampleur du problème qui va nous pêter à la gueule !). En montant de capitaux concernés, les CDS sont aux subprimes ce que la bombe atomique est à l'arbalète : donc une arme de destruction massive représentant de 50 à 100 fois (dit-on ... mais personne n'en sait rien au juste) le montant des subprimes. Le CDS aurait dû rester un contrat d'assurance, par lequel un acteur

économique ou financier s'assure contre un risque qu'il coure effectivement (ne pas être remboursé d'un prêt). C'est devenu un pur instrument de spéculation avec lequel on parie sur un évènement qui n'a pas d'impact direct sur la situation de l'acteur mais par lequel il espère toucher un pactole en cas de réalisation de l'évènement : c'est de la finance casino, rien d'autre. La finance mondiale est truffée de ces douceurs exquises, chaque agent étant à la fois des deux côtés de la barrière, assuré et assureur, pariant sur la déconfiture du voisin ! Au fur et à mesure que les premières faillites arrivent des contreparties s'évanouissent et des contrats ne peuvent plus être honorés, inaugurant ainsi un mécanisme en chaîne qui ne peut déboucher que sur d'autres faillites. Pour mieux comprendre les CDS, voir l'excellent papier de Paul Jorion, *Les CDS : le monstrueux contraire d'une assurance*, en date du 19 septembre 2008, sur son blog³.

3. ECONOMIE REELLE : le plongeon du *credit crunch*

Sous l'effet des faillites et des innombrables dévalorisations d'actifs les capitaux des banques se rétractent, leur capacité de crédit aussi. Or le crédit n'est rien d'autre que le lubrifiant de l'économie réelle : quand Wall Street cale, Main Street⁴ se grippe ! Ainsi la crise se transmet de la sphère monétaire et financière à la sphère réelle.

J'ai soulevé dans La Crise N°3 deux débats essentiels relatifs à l'économie réelle. Le débat sur la contagiosité de la crise américaine, désigné sous l'appellation de couplage / découplage : ce débat est tranché, les économies sont couplées, personne ne passera au travers de la crise. Le débat déflation / inflation : il fait rage entre économistes et est très loin d'être tranché, même si, pour ma part, je penche du côté de la déflation, pour le moment au moins.

Couplage / découplage : un débat tranché

Tous les pays vont plonger dans la crise réelle. Actuellement les statistiques américaines, un comble, veulent laisser croire que les USA ne sont pas en récession alors que l'Europe le serait déjà. Il se pourrait qu'on soit là dans la manipulation statistique : le calcul de la croissance américaine au 2^{ème} trimestre 2008 (révisé en baisse ces derniers jours, à 2,8% au lieu de 3,3% en rythme annuel) aurait été fait en appliquant au PIB nominal un déflateur de 1,2% alors que l'inflation dépasse les 5% ! De plus l'économie américaine sur le T2 2008 a été dopée par les chèques aux ménages du Trésor américain. Mais cet effet va s'estomper et l'on peut s'attendre, après les élections ... comme par hasard, à l'annonce officielle de l'entrée des USA en récession... et pour longtemps sans doute. Et lorsque Chrysler, General Motors ou Ford annonceront leur faillite, l'ampleur du désastre américain se révélera en plein jour, au-delà de la faillite de Wall Street. Le Canada, fortement lié à l'économie US et très dépendant de matières premières moins demandées devrait suivre.

L'Europe sera affectée à des degrés variables : le cœur de l'Europe continentale (Allemagne, France et Benelux) devrait ralentir fortement ou connaître une faible récession. La Grande Bretagne, l'Espagne, l'Italie, les pays scandinaves et les pays d'Europe centrale et orientale vont s'enfoncer dans une récession profonde.

Quant aux pays émergents à croissance tirée par les exportations et à faible dynamique du marché interne, ils vont subir de plein fouet la baisse de la consommation des pays développés. La Chine au premier semestre 2008 a enregistré 20 millions de licenciements (oui, ce n'est pas une erreur, je dis

³ <http://www.pauljorion.com/blog/?p=762>

⁴ Par Main Street les américains désignent l'économie réelle, Main Street étant en général le cœur du business d'une ville.

bien 20 millions) et des milliers de faillites dans ses industries exportatrices, en particulier dans le delta de la Rivière des Perles (de Canton à Shenzhen) : ce n'est qu'un début, et ceci va poser à la Chine des problèmes très sérieux de stabilité sociale, voire de stabilité politique. Les JO sont finis, les taikonautes sont rentrés sur terre et la Chine va atterrir... douloureusement !

Déflation / inflation : un véritable enjeu

Le débat inflation / déflation qui fait rage entre économistes est le plus difficile à arbitrer. Comme je l'écrivais en mai dernier (La Crise N°3) nous sommes en phase de petite inflation sur les biens et service et déflation sur les actifs (produits financiers et immobilier). Avec la baisse de la demande des matières premières entraînée par la récession, l'inflation actuelle devrait s'estomper et laisser la place à la déflation. Mais cette déflation va être tellement difficile à gérer (elle diminue les prix, les revenus, mais pas le montant des dettes) qu'un consensus implicite risque d'émerger assez vite vers un retour à une bonne inflation mondiale carabinée qui diminuera mécaniquement l'endettement des ménages et des Etats, et en particulier des Etats-Unis. La phase déflationniste pourrait être courte, mais on n'y voit pas clair actuellement, et toutes les régions du monde n'auront pas le même calendrier de passage de la déflation à l'inflation ce qui entraînera des tensions extrêmes dans le système monétaire international avec des phénomènes de fuites des monnaies à forte inflation vers les monnaies à faible inflation. Bref, on n'est pas près de s'ennuyer, ça va bouger très fort. Les tensions ne concerneront pas seulement les monnaies mais aussi le système commercial international : de forts mouvements dans les parités monétaires remettront en cause le libre échange et une forte remontée du protectionnisme n'est pas à exclure.

4. RUBRIQUE PRATIQUE : et mes sous dans tout ça !

Tout ce que je dis ci-dessous se situe dans la logique d'une phase de déflation, au moins de déflation des actifs (pas incompatible avec une petite inflation sur les biens et services, comme actuellement) ; **par contre en cas de passage à une phase de forte inflation, tout serait à reconsidérer et encore plus difficile à gérer.**

Cette lettre s'adressant à des lecteurs des deux côtés de l'Atlantique et des deux côtés de la Manche, il est difficile de donner des conseils précis valables pour tout le monde. Globalement, la finance anglo-saxonne est le cœur de la crise, mais les interconnexions et la diffusion mondiale des produits toxiques de cette finance anglo-saxonne font que personne n'est à l'abri de mauvaises surprises. En restant à un certain degré de généralité on peut dire :

PREPAREZ VOUS AU PIRE⁵

vous ne pourrez qu'être agréablement surpris si le pire ne vous atteint pas !

et rappeler ce que j'écris depuis septembre 2007 :

⁵ Ce n'est pas moi seulement qui le dit mais aussi le patron du FMI, DSK, dans une interview à la Frankfurter Allgemeine Zeitung du 23 sept, conseillant aux européens de « se préparer au pire scénario » dans la suite de la crise financière.

N'ESSAYEZ PAS DE GAGNER EFFORCEZ VOUS DE NE PAS PERDRE

en effet, lorsque le système financier se sera stabilisé au prix d'une cure de déflation des actifs, de désendettement et après des vagues de faillites, avec la même somme qu'il y a un an vous pourrez acheter plus de produits financiers dévalorisés (d'actions d'une même société par exemple) ou de M2 immobilier, pour autant que vous n'aurez pas pris de risques et pas enregistré de pertes. Avec la même somme monétaire, vous serez plus riches en termes réels (ou moins pauvres !)

Se préparer au pire, ça veut dire quoi :

- **ne pas exclure que votre banque puisse faire faillite** : vous êtes garantis à hauteur d'un plafond (en France 70.000 Euros pour un déposant dans une banque donnée – y compris les comptes d'épargne et/ou comptes à terme rattaché au compte courant ; 140.000 Euros pour un compte joint). Même si vous ne dépassez pas ces seuils, une faillite de votre banque pourrait vous pénaliser par indisponibilité provisoire des dépôts ou limitation des montants des opérations. La diversification bancaire est donc fortement recommandée. Les risques sont bien sûr beaucoup plus grands dans le monde anglo-saxon qu'en Europe continentale où le modèle bancaire est différent et les banques plus diversifiées et assises sur de grandes masses de déposants qui assurent leur liquidité. Les banques anglo-saxonnes comptent beaucoup plus sur le marché interbancaire pour assurer leur liquidité ; or ce marché est totalement asséché, en état de détresse, les banques ne voulant plus se prêter entre elles. Actuellement, seules les banques centrales (Fed, BCE, BoE...), en dehors des déposants, fournissent de la liquidité aux banques de second rang.
- **méfiez-vous des paniques bancaires**. Vous avez en tête les files de déposants devant les guichets. Mais n'oubliez pas les distributeurs de billets ! Veillez à ne pas être à court d'espèces : une rumeur de faillite d'une banque une fois lancée (à tort ou à raison, peu importe) un rush sur les espèces est inévitable, vidant les distributeurs et mettant les guichets à sec, y compris ceux des banques non concernées. La situation sera très provisoire et la réalimentation rapide (avec probablement limitation du montant des retraits) : il n'est donc pas nécessaire de détenir de sommes faramineuses en billets : juste de quoi pallier une pénurie sur quelques jours et peut-être des refus de cartes bancaires ou de chèques des banques suspectées.
- considérez qu'un **krach boursier** dans les mois à venir (mais peut-être demain matin) est à une probabilité très élevée, tendant vers la certitude (on parle des grandes bourses occidentales, dans les pays émergents c'est déjà fait, voir ci-dessous Shanghai) : ne détenir en direct aucun produit contenant des actions (pour vos fonds de pension ou contrats d'assurance vie, vous n'y pouvez pas grand chose, sauf espérer que le gestionnaire est avisé, a su anticiper, s'est mis à couvert et ne détient pas trop d'actifs pourris : auquel cas, le fonds enregistrera une moins value à court terme mais pourra rebondir ultérieurement).
- **évitez les fonds de trésorerie** que propose votre banque (sicav de trésorerie en terminologie française) : ils contiennent des déchets toxiques de la finance anglo-saxonne qui sont potentiellement dangereux : plusieurs fonds de trésorerie français (dits réguliers, considérés sans risques !) sont actuellement en difficulté (pas dans les grands réseaux, fonds à destination des institutionnels : il s'agit notamment de Dexia Money 3M et d'ADI Eonia (- 4,27 % en une semaine, pour un fonds régulier... faut le faire – ADI appartient au groupe Matmut)

- considérez que **seul le cash est sûr** (tant que votre banque ne fait pas faillite !). Il peut être rémunéré : comptes sur livret ou compte à terme ; un compte à terme peut-être liquidé avant terme et donc reste disponible (pénalité sur le taux d'intérêt en cas de sortie avant terme). Le cash peut-être transféré par un simple virement vers une autre banque, si vous avez des doutes sur la solidité de votre banque.

Pour finir, un petit message à mes amis chinois (et aux fous qui voudraient intervenir sur les marchés émergents) : non, ce n'est pas encore le moment de racheter à la bourse de Shanghai : un peu de patience... attendez que l'indice soit revenu en dessous de 1000 ! (ce qui suppose encore une chute de 50%). L'indice de Shanghai est en effet un véritable cas d'école de boursouflure boursière suivi d'un krach, le tout en deux ans : encore à 1000 début 2006, il atteint 6000 à l'automne 2007 (soit une augmentation de 500% !) pour revenir à 2000 à mi 2008.

Côté taux de change, où en sommes-nous ?

Les développements récents en matière monétaire internationale font que je dois relativiser mon conseil des lettres précédentes : « fuyez le dollar et la livre sterling ». Pour la livre, je persiste et je signe : cette monnaie n'a aucun avenir et est appelée à disparaître dans les affres du naufrage britannique, rejoignant douloureusement l'Euro dans le psychodrame d'une fin d'Empire, renonçant au passé pour mieux affronter l'avenir. Pour le dollar, les choses sont plus compliquées : il ne disparaîtra pas et les Etats-Unis ne feront pas faillite. Il reste structurellement orienté à la baisse du fait, secondairement, de l'augmentation de la dette publique américaine (rachat Fannie et Freddie, Plan Paulson en cours de discussion) et, principalement, de l'affaiblissement géopolitique des Etats-Unis. Mais la baisse du dollar contient en elle-même de graves problèmes pour la stabilité de la zone euro : sauf retour au protectionnisme qui isolerait l'Europe du reste du monde (une vraie catastrophe) un Euro à 2 dollars serait insupportable pour les économies européennes et en particulier pour celles de la périphérie Sud (le club Med !); des pays devraient se mettre en congé de l'Euro. Donc la baisse du dollar contient en elle-même une force contraire qui fait remonter le dollar en interrogeant sur la stabilité de la zone Euro : suivant les moments la force tendancielle (la baisse) ou la force de rappel (la hausse) l'emporte. De plus les Etats-Unis, pays unique avec une seule autorité dans tous les domaines de politique économique et arbitré par un seul gouvernement (bref, un pilote unique), ont une capacité de manœuvre dans la tempête économique incomparable à celle de l'Europe qui doit mettre d'accord 27 capitaines pour déterminer son cap. Si l'on ajoute à cela que la Chine, le Japon, les pays du Golfe ont l'essentiel de leurs réserves en dollar, ça fait beaucoup de gens qui n'ont pas intérêt à un effondrement du dollar. Je ne parierai donc pas comme certains⁶ que l'Euro sera 1,75 dollar à la fin de l'année 2008, même si j'anticipe de fortes turbulences sur les marchés des changes, qui doivent inciter à se couvrir au maximum des fluctuations (ne pas signer un contrat en dollar pour un européen qui a tous ses coûts en Euros, et vice versa pour un américain, ou alors couvrir impérativement l'opération avec des instruments de couverture de change).

Dans une prochaine lettre il faudra revenir plus en détail sur les perspectives du SMI (système monétaire international) : ce sera le grand chantier une fois stabilisée la situation financière mondiale. On commence à parler d'un nouveau Bretton Woods (conférence monétaire internationale en 1944) : mais pour le moment ce ne sont que des mots sans réel contenu. Il y a un gouffre entre les nostalgiques qui voudraient un retour à l'or comme arbitre des parités monétaires et ceux qui ont en tête la mise sur pied d'un panier des grandes devises (au prorata de leur part dans le commerce mondial) comme étalon international.

⁶ http://www.leap2020.eu/GEAB-N-27-est-disponible-!-Pourquoi-LEAP-E2020-maintient-son-anticipation-du-taux-de-change-EURUSD-a-1,75-pour-la-fin_a2092.html?PHPSESSID=eb9612f806b5ba9107dd23afec720320

Enfin, un dernier conseil : ne tardez pas à acheter vos vins, champagnes et foie gras pour les fêtes. Voilà des valeurs qui ne trompent jamais, et si elles disparaissent... c'est à votre grande satisfaction et non à votre immense désespoir ! Et c'est toujours ça que le trou noir de la finance anglo-saxonne n'avalera pas !

5. LE COIN DE L'INTELLO : il n'est pas interdit de réfléchir !

Je pourrais disserter à l'infini sur le retour de l'Etat en Occident ou la montée de la social-démocratie aux Etats Unis (je m'en réjouis, l'alternative à la social démocratie par les temps qui courent étant tout simplement le fascisme, le paradigme libéral - au sens français du terme- étant pour le moment enterré... en attendant qu'il ressuscite !), mais ces sujets sont largement rebattus dans les médias pour que je m'en dispense. Par contre deux thèmes sont suffisamment peu connus pour qu'ils méritent d'être soulevés : le rôle de normes comptables et des inégalités dans la montée en puissance de la crise. Un vrai régal pour intello.

Normes comptables et crise

Les anglo-saxons ont imposé au monde leur règle comptable « mark to market » de la valorisation des actifs à la valeur de marché, nécessairement fluctuante. L'Europe s'est alignée sur cette norme. C'est une erreur fondamentale que l'on perçoit mieux aujourd'hui comme un grand amplificateur de cycle.

Supposez que j'achète une obligation 5000€. A son échéance, dans 5 ou 10 ans, elle me sera remboursée 5000€, et entre temps j'aurais perçu chaque année les intérêts prévus. Dans l'ancien système comptable français, j'aurais comptabilisé chaque année dans mon bilan cette obligation à sa valeur faciale de 5000€. Maintenant, je dois la comptabiliser à la valeur à laquelle je peux la revendre, tantôt plus quand tout va bien (les taux ont baissé depuis l'achat), tantôt moins (les taux ont monté depuis l'achat). Idem pour tous les produits pourris de la finance internationale : certains sont invendables et n'ont pratiquement plus de valeur. Mon résultat annuel va donc fortement fluctuer en fonction de l'état du marché : actuellement des pertes dramatiques vont être enregistrées. Si je suis une banque, mes capacités de prêt (un multiple de mes capitaux propres) vont donc se réduire au fur et à mesure que je vais enregistrer des pertes et donc ces règles comptables vont aggraver le credit crunch, le resserrement du crédit, et amplifier ainsi la récession; à l'inverse en période faste, le gonflement du bénéfice va amplifier mes capacités à prêter et favoriser ainsi l'expansion. Ainsi s'est mise en place une machine pro-cyclique alors qu'on a plutôt besoin de stabilisateurs automatiques anti-cycliques qui favorisent la croissance en période de récession et qui ne l'emballent pas en période de forte expansion.

Ceci doit faire réfléchir sur l'influence des normes et en définitive de l'idéologie qui les sous-tend sur la réalité économique. Les conceptions marxistes primaires prétendent que les idéologies (et donc les normes) sont le reflet de la réalité, que c'est cette dernière qui est déterminante en dernière instance. On voit bien une fois de plus que ce n'est pas toujours le cas et que dans certaines circonstances au moins les normes commandent aux faits.

Inégalités et crises

La théorie économique libérale depuis Adam Smith insiste sur le fait qu'il ne faut pas interférer dans les mécanismes économiques et qu'à trop vouloir redistribuer pour réduire les inégalités on ne provoque que la misère de l'ensemble du corps social : il est permis d'avoir des doutes sur cette position au vu de l'histoire économique américaine. En effet, Paul Krugman, dans le premier article de

son blog du New York Times⁷ reprend et commente un graphique de Pikety et Saez qui montre l'évolution tout au long du 20^e siècle de la part du revenu national reçue par les 10% les plus riches de la population américaine : de l'ordre de 45% avant la crise des années 30 ; la sortie de crise va de pair avec une diminution vers 30% ; cette part se maintient pendant les 30 Glorieuses ; cette part augmente à nouveau dans les années 80, comme par hasard sous l'ère Reagan, pour atteindre au début des années 2000 le même niveau que dans années 1920. De là à induire que l'histoire se répète... Et les masses américaines, faute de revenus, n'ont pu maintenir leur niveau de consommation dans les 20 dernières années qu'au prix d'un endettement considérable dont on voit aujourd'hui le résultat dans l'effondrement de la bulle de crédits.

Une moindre inégalité dans la répartition des revenus ne relève sans doute pas tant d'une exigence morale ou d'un a priori idéologique que d'un principe utilitariste : pour vivre heureux vivons moins inégaux ! La social-démocratie a de beaux jours devant elle et les rémunérations abracadabrantesques de la finance internationale vont passer au rouleau compresseur, de gré ou de force.

HR, le 28 septembre 2008

⁷Introducing this blog, 2007/09/18, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2007/09/18/introducing-this-blog/>