

LA CRISE

N°30, Avril 2015

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

ENTRE EMBELLIE ET EMBOLIE : le conjoncturel local ne doit pas cacher le structurel global

Résumé : Youpi !!! La crise est finie, c'est la reprise, c'est l'embellie ! Faut le dire vite pour y croire, et surtout ne pas ouvrir le placard de l'emploi, pas non plus celui de la dette... La fiction de la soutenabilité de la dette ne peut être maintenue que par des taux d'intérêt très faibles ou nuls. Or un système financier sain, organisant rationnellement les préférences entre le présent et le futur, n'est pas compatible avec une politique de taux zéro : sinon c'est l'embolie. Il va donc falloir sortir de cette politique... et ça va faire très mal, partout et à tous les niveaux.



Source : [FNSEA](#)

- | | |
|--|-------------|
| 1. Des embellies conjoncturelles localisées, fragiles et ambiguës | p. 3 |
| 2. La grosse dette qui monte...qui monte...qui monte ! | p. 8 |
| 3. Aimez-vous la ZIRP, préférez-vous la NIRP, ou la PIRP ? | p.10 |
| 4. Vers l'embolie structurelle globale ? | p.13 |
| 5. Et mes sous dans tout ça : on achève bien les rentiers ! | p.17 |

Fort heureusement, mon entourage immédiat ne semble pas me considérer comme un attardé mental ! Pourtant, je me demande parfois si je ne serais pas un peu simplet sur les bords ! Depuis plus de sept ans, j'explique à mes lecteurs que l'origine de la crise que nous vivons est à rechercher dans le surendettement, comme l'a illustré tout d'abord l'épisode des *subprimes*, puis les politiques d'austérité européennes, contre-productives, pour tenter de réduire les dettes souveraines. Mais voilà qu'aujourd'hui tous les gouvernements, et beaucoup de médias, nous assurent que la crise est finie, et que même si tout ne va pas encore pour le mieux – une Grèce par ci, une banque par là – les choses s'améliorent notablement. Je suis donc enclin à en déduire que les niveaux d'endettement ont dû diminuer sérieusement... sans que j'y prenne garde... quel grand distrait je suis ! Grave erreur, Monsieur le Chroniqueur ! Tout va mieux (enfin... il faut le dire vite !)... mais à l'échelle mondiale la dette globale a augmenté de plus de 40% depuis 2008 et la dette souveraine a quasiment doublé ! Comprenne qui pourra... mais moi je n'y comprends rien.

Enquêtons donc. Quelle est la nature de la reprise qu'on nous vante tant ? Est-elle généralisée à l'ensemble du monde ? Est-elle bien réelle ou un pur effet d'optique, une illusion statistique ? Ne s'agit-il pas d'un objet économique non identifié qui ferait repartir le PIB (enfin... avec modération !) tout en excluant du marché du travail des pans entiers de la main-d'œuvre... évaporés comme par enchantement. Cette reprise est-elle durable, impulsée par l'effet de levier d'un endettement accru, mais sain, soulevant l'économie réelle ? Ou bien, au contraire, cet accroissement de l'endettement, depuis une crise financière qu'on lui impute, ne serait-il pas le signe annonciateur que la reprise ne sera pas durable et sombrera dans de nouveaux troubles financiers ?

En tout cas, ces nouveaux développements de l'endettement soulignent l'importance des politiques de taux d'intérêt pour la soutenabilité de la dette, c'est-à-dire la capacité des agents économiques (et notamment des Etats) à en assurer le service sans défaillir. Les banques centrales ont adopté des politiques de taux zéro ; les transactions sur les marchés obligataires font apparaître des taux négatifs, une nouveauté absolue, une *terra incognita* de la pensée économique. Ces politiques de taux sont-elles compatibles avec un calcul économique rationnel, dès lors que le temps n'a plus de prix ? Si la réponse était non, il faudrait sortir au plus vite de ces politiques, mais est-ce possible sans dégâts majeurs ? Ces politiques de taux zéro sont-elles un tremplin pour sauter au-dessus du marécage de la crise, ou bien sont elles une voie qui conduit à des troubles encore plus sérieux que ceux que nous avons connu ces dernières années ?

Beaucoup de questions assurément. Les réponses ne vont pas nous plonger dans un optimisme béat, mais au moins elles aident à mieux voir où nous allons et à agir en conséquence, dans nos domaines de compétence. Bonne lecture, sur des sujets décisifs, qui peuvent sembler arides, mais que je vais m'efforcer de traiter le plus simplement possible.

1. Des embellies conjoncturelles localisées, fragiles et ambiguës.

En France, [la reprise serait au coin de la rue](#) nous disent les conjoncturistes de l'INSEE, de l'OFCE, ou de Bercy (Ministères de l'économie et des finances), repris en chœur par les médias et par les hommes politiques du camp gouvernemental. Aux Etats-Unis la croissance est revenue depuis longtemps. La Grande-Bretagne a un taux de chômage digne du plein emploi des Trente Glorieuses. L'industrie espagnole, après une bonne cure de dégraissage et de baisse des salaires (ajustement interne, par opposition à l'ajustement externe d'une dévaluation monétaire), relèverait d'un dragon hyper-compétitif. Bref, à écouter ou lire les grands médias, la crise serait en train de se déliter progressivement dans une reprise généralisée, certains pays, européens en particulier, étant simplement en retard par rapport au monde anglo-saxon, qui lui nage dans le bonheur le plus exquis, même s'il est vrai que, dans la lointaine Asie, le Japon reste piégé dans sa stagnation pluri décennale !

Tout cela n'est pas entièrement faux, mais doit être apprécié avec circonspection, quant à l'ampleur de la reprise, quant à la durabilité et aux fragilités du processus. De plus, et c'est bien connu, le malheur des uns faisant le bonheur des autres, la timide reprise européenne résulte de facteurs spécifiques dont, d'une part, la pérennité n'est pas assurée, et qui, d'autre part, handicapent d'autres parties du monde qui voient leur potentiel de croissance remis en cause, suggérant ainsi un jeu mondial à somme nulle où ce que gagnent les uns est perdu par les autres. Donc, pour l'Europe, c'est assurément mieux que si c'était pire, mais il n'y a pas de quoi grimper au rideau, sauf à vouloir se retrouver le cul par terre !

Finalement la reprise c'est comme l'éclipse de soleil : on ne peut pas l'avoir (ou la voir) partout en même temps. Il faut que les astres soient alignés, en phase. De ce point de vue, l'Europe bénéficie de la conjonction de trois baisses :

- la baisse de l'Euro par rapport au dollar (et dans une bien moindre mesure vis-à-vis d'autres monnaies : c'est plus le dollar qui monte que l'Euro qui baisse) ; cette évolution des parités est supposée influencer positivement sur la compétitivité-prix de l'Europe, et donc sur ses exportations.

- la baisse de moitié du prix du pétrole (de 100 à 50 USD le baril en moins d'un an), même si l'impact favorable sur la zone Euro est réduit par l'évolution négative de la parité de l'Euro vis-à-vis du Dollar

- la baisse des taux d'intérêts, résultant des politiques monétaires volontaristes des grandes centrales (Japon depuis longtemps, Etats-Unis et Grande-Bretagne depuis plusieurs années et BCE plus récemment) qui se sont traduites tout d'abord par des baisses de taux directeurs, puis, faute de résultats suffisants, par des politiques non conventionnelles d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) c'est-à-dire des émissions monétaires massives par rachat de bons d'Etats venant financer les dettes souveraines, inondant ainsi de liquidités certains agents économiques. La conversion récente de la BCE à l'assouplissement quantitatif constitue ainsi le troisième pilier de la reprise européenne.

Mais pendant que l'Europe semble connaître une petite embellie, sous réserve qu'un paroxysme dans la crise grecque (très mal gérée depuis son origine par Bruxelles, la BCE et le

FMI) ne vienne inverser la tendance, d'autres pays connaissent des évolutions inverses. Les producteurs de pétrole et de gaz souffrent : si certains peuvent encaisser le choc sans sourciller (surtout s'ils l'ont eux-mêmes provoqué, pour des raisons géopolitiques, c'est le cas de l'Arabie Saoudite) d'autres sont en grande difficulté, en particulier la Russie. Plus généralement les BRICS¹ ne sont pas à la fête ! Russie déjà évoquée, Brésil en panne. Chine très problématique : ce n'est pas tant la baisse du rythme de progression du PIB qui est inquiétante (qui ne se contenterait pas de 7% de croissance, ou même de 6%, ou de 5% !) mais bien plutôt les facteurs d'instabilité interne qui menacent l'édifice : bulle immobilière effrayante, 65 millions d'appartements non vendus, d'autres millions non vendables... le tout financé par des crédits qui ne peuvent donc être remboursés ; bulle boursière inimaginable, avec 4 à 5 millions de comptes-titres ouverts chaque mois (cf. [article Philippe Béchade](#)).

Bref, le panorama mondial est loin d'être enthousiasmant. Il l'est d'autant moins que la reprise prêtée à l'Occident est tout sauf évidente. A y regarder de près, il faut se demander si on ne devrait pas la qualifier de reprise Potemkine, en référence aux [villages Potemkine](#). Les artifices de trompe l'œil sont en effet omniprésents dans les statistiques favorables mises en avant, notamment dans la présentation des taux de chômage britannique et américain.

En Grande-Bretagne, le marché de l'emploi doit être analysé avec circonspection ! Côté lumineux : le taux de chômage était monté jusqu'à 8,5% en 2011, il est redescendu à 5,7% fin 2014. Côté sombre : la nature des emplois offerts (et donc autorisés à être offerts) comporte une part importante d'emplois précaires ; cette précarité ne relève pas de la nécessaire flexibilité du travail (intérim, temps partiel, modulation des horaires suivant des critères objectifs préétablis, heures supplémentaires...) mais bel et bien de l'indécence institutionnalisée ! Elle peut même aller jusqu'à l'emploi sans emploi garanti, qui a le mérite, dans la logique village Potemkine, de faire sortir l'ancien chômeur, mais peut-être encore travailleur sans emploi, des statistiques du chômage et de son indemnisation éventuelle. On parle là, bien sûr, du fameux [contrat zéro heure](#), qui ne vous garantit pas même un temps de travail minimum et qui de surcroît vous interdit de travailler pour un autre employeur : il fallait vraiment y penser ! L'ampleur du phénomène des contrats zéro heure est difficile à cerner : le chiffre maximum évoqué atteint un million de contrats de ce type ! Même Buckingham Palace semble recourir à cette royale facilité ! Mais, au moins, en Grande Bretagne, le taux d'emploi (ne pas confondre avec le taux de participation, voir note ci dessous²) n'a pas diminué voire légèrement augmenté (en ce début 2015 il est à 73,3%, le maximum jamais atteint depuis le début de la série statistique en 1971, merci les contrats zéro heure !). On ne peut pas en dire autant aux Etats-Unis.

Une analyse superficielle du marché de l'emploi américain, qui ne regarderait que le taux de chômage officiel conclurait à une magnifique performance. Le taux de chômage mis en avant par les médias, le U3, est de 5% actuellement, en forte baisse depuis 2009 où un maximum à 10% avait été atteint. Votre chroniqueur, un peu simplet sur les bords, en déduit logiquement

¹ Brésil, Russie, Inde, Chine, South Africa

² Le taux d'emploi rapporte le nombre de personnes ayant un emploi – de la population de plus de 15 ans, ou entre 15 et 64 ans selon les définitions – à l'ensemble de la même population. Le taux de participation ajoute aux personnes ayant un emploi celles qui en recherchent un activement et sont donc enregistrées dans les statistiques du chômage.

que si le taux de chômage a baissé, le taux d'emploi doit avoir monté. Eh bien non, comme en témoigne le graphique ci-dessous.

Civilian Employment-Population Ratio



Source : [Federal Reserve Bank of St Louis](#)

Le taux d'emploi américain, au-delà des fluctuations de l'ordre de 2 à 3 points au gré des périodes de récessions puis d'expansion, a suivi une tendance haussière des années 60 à la fin des années 90, passant d'un niveau de 55-57% à un maximum de 65% en 2000. Cette hausse de longue période du taux d'emploi est principalement liée à la montée en puissance de l'emploi féminin (pour la tranche d'âge 25-54 ans, il est passé de 55% en 1950 à 75%, le maximum atteint, en 2000). Depuis 2000, le taux global d'emploi américain est sur une tendance baissière, avec 58% fin 2010 (7 points de baisse depuis 2000) et sans remontée significative depuis (dernier chiffre connu : 59,3% en mars 2015).

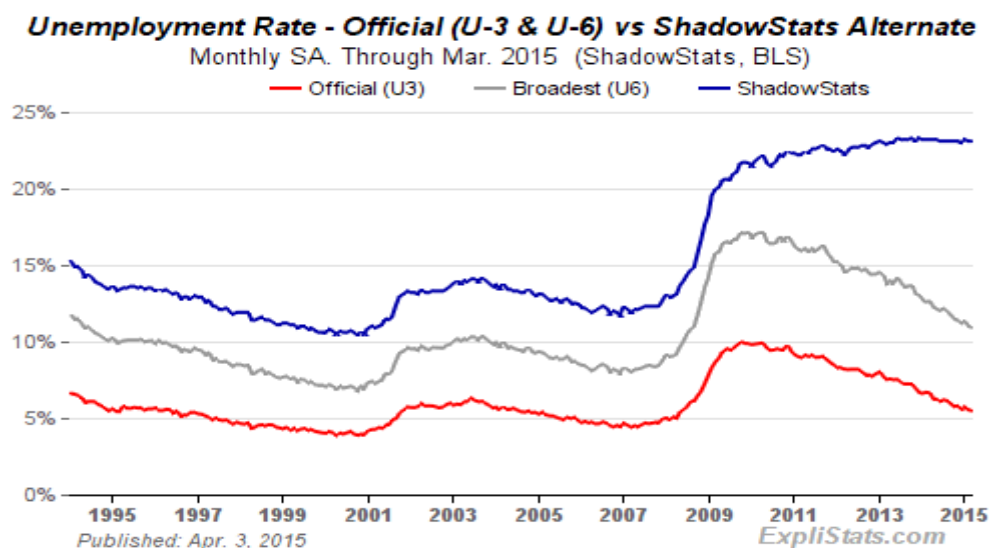
En résumé, le taux de chômage baisse et le taux d'emploi aussi : il y a quelque chose qui cloche là-dedans ! Où est le *bug* ? Pourtant cette baisse simultanée des deux taux est bien confirmée par le taux de participation qui additionne la population qui dispose d'un emploi et celle qui est comptabilisée dans les statistiques du chômage.

Civilian Labor Force Participation Rate



Source : [Federal Reserve Bank of St Louis](#)

Le graphique ci-dessus retrace ce taux de participation depuis 1948 jusqu'au premier trimestre 2015. On le voit monter du début des années 70 jusqu'à la fin des années 90 sous l'influence de l'insertion des femmes américaines dans le marché du travail, le taux de participation féminin étant passé de 30 à 60% entre 1950 et 2000. On retrouve sur cette partie ascendante de la courbe les grandes tendances de celle de la courbe du taux d'emploi, lissée des fluctuations de court terme du cycle économique : ce lissage illustre le fait que jusqu'en 2000 les évolutions du taux de chômage et du taux d'emploi se font en sens inverse, comme le sens commun conduit à l'anticiper à partir du principe des vases communicants qui amène à penser que l'on sort du chômage par l'emploi et vice versa. Mais après 2000, donc depuis 15 ans, le taux de participation diminue régulièrement. Il faut en déduire qu'est intervenue une modification structurelle sur le marché du travail américain. Les femmes se seraient-elles retirées massivement du marché du travail ? L'âge d'entrée sur le marché du travail aurait-il augmenté ? Les américains prendraient-ils leur retraite plus tôt ? Il n'en est rien. Cette modification structurelle tient essentiellement à l'amplification du phénomène du travailleur découragé, qui se retire du marché du travail, dégoûté d'avoir cherché pendant des mois voire des années, jugeant inutile de continuer à chercher et donc à s'inscrire comme demandeur d'emploi. Il n'est plus chômeur officiel, recensé comme tel, encore moins employé : il ne participe plus au marché du travail officiel, vivant de petits boulots au noir, d'allocations et dons divers et sur les revenus de ceux qui l'entourent. Cette évolution, cette montée en puissance du phénomène du travailleur découragé est bien mise en évidence par les statistiques alternatives, non officielles, sur le chômage, comme l'illustre le graphique ci-dessous, issu des travaux du site [John Williams' Shadowstats](#).



The seasonally-adjusted SGS Alternate Unemployment Rate reflects current unemployment reporting methodology adjusted for SGS-estimated long-term discouraged workers, who were defined out of official existence in 1994. That estimate is added to the BLS estimate of U-6 unemployment, which includes short-term discouraged workers.

The U-3 unemployment rate is the monthly headline number. The U-6 unemployment rate is the Bureau of Labor Statistics' (BLS) broadest unemployment measure, including short-term discouraged and other marginally-attached workers as well as those forced to work part-time because they cannot find full-time employment.

En rouge, la courbe du chômage officiel U3 qui indique bien que le chômage est monté à 10% pour redescendre à 5%. En gris, une courbe du taux de chômage U6, qui prend en compte les travailleurs découragés de court terme : cette courbe est décalée vers le haut par rapport à

courbe rouge, mais elle en suit les fluctuations. En bleu, le taux de chômage non-officiel de ShadowStats, qui prend en compte les travailleurs découragés de long terme, qui, dans un marché du travail plus dynamique, reviendraient majoritairement sur ce marché, car en âge de travailler. Et c'est là que se situe l'explication de l'énigme du taux de participation en baisse, car la courbe bleue s'est désolidarisée des deux autres : au lieu d'être simplement décalée vers le haut par rapport aux deux autres, elle s'en est écartée, continuant à monter alors que U3 et U6 diminuaient. D'un écart historique de l'ordre de 8 à 10 points (par rapport à U3) depuis 1950, on est passé depuis 2009 à un écart de l'ordre de 18 points. La part des travailleurs non actifs pris en compte dans le chômage officiel s'en trouve considérablement réduite, d'où ce phénomène - aussi contre intuitif qu'il puisse paraître - d'évolution dans le même sens, à la baisse, du taux de chômage officiel, du taux d'emploi et du taux de participation au cours des dernières années.

A voir l'évolution du marché du travail, il est donc possible d'avoir un doute sur la vigueur de la reprise américaine ! Et le doute ne fait que croître si l'on prend en compte d'autres indicateurs (vous lirez avec profit cet article de [ZeroHedge](#)). Par exemple, le revenu médian des ménages américains ne cesse de diminuer depuis plusieurs années, comme l'illustre le graphique ci-dessous (on rappelle que le revenu médian est la valeur en dessous de laquelle se situent 50% des Ménages et 50% au dessus). En effet, aujourd'hui ce revenu est retourné 20 ans en arrière, à son niveau du milieu des années 90.

Real Median Household Income in the United States



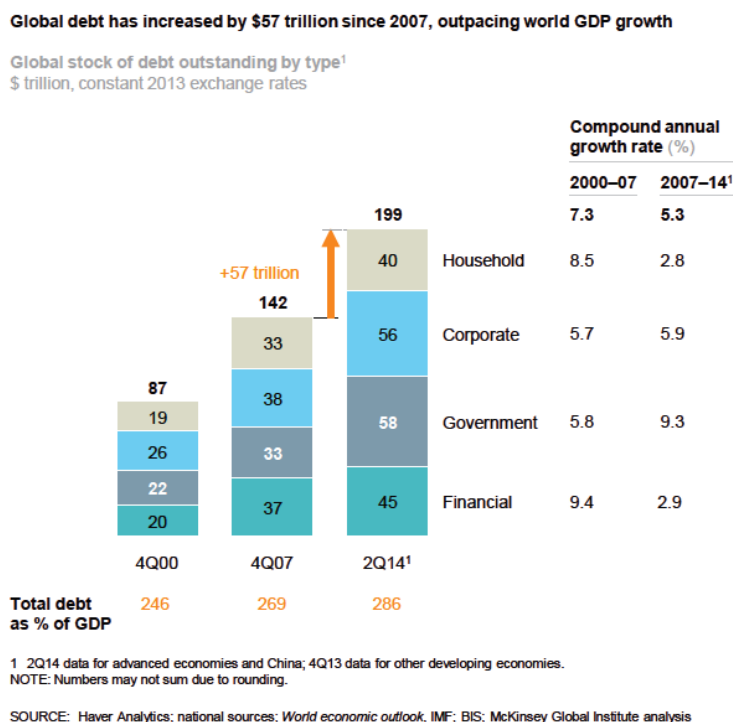
Source : [Federal Reserve Bank of St Louis](#)

Et pendant que les populations s'appauvrissent... la dette monte, monte, monte ! Le peu de croissance, ici, là, ailleurs et partout est obtenu au prix d'un endettement sans borne... jusqu'à présent ! Avec la notion d'effet de levier associée à l'endettement, on pourrait supposer que la dette soulève l'économie réelle. En fait, il faut plutôt se demander si elle ne l'enfoncé pas !

2. La grosse dette qui monte... qui monte... qui monte !

Le McKinsey Global Institute a publié en février 2015 une étude sur l'endettement à l'échelle mondiale : *Debt and (not much) deleveraging*, by Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, and Mina Mutafchieva. Vous pouvez télécharger cette passionnante étude [ici](#). En une centaine de pages, c'est une mine d'informations sur l'endettement et le désendettement (pas beaucoup de désendettement... comme le dit le titre) de tous les agents économiques à l'échelle mondiale, avec des chapitres plus spécifiques sur certains agents (Ménages, Shadow Banking) et un pays en particulier (Chine... à vous faire froid dans le dos !). Il m'est impossible d'en rendre compte ici en détail. Je vais me contenter d'en extraire et d'en commenter deux tableaux, pour que mes lecteurs comprennent bien que le problème de la dette n'est pas derrière nous mais devant nous, qu'il n'est pas localisé chez un seul type d'agent économique mais partout, dans chaque édifice et à tous les étages ! La dette est devenue la drogue universelle... mais nettement moins pourchassée que la cocaïne ou l'héroïne ! L'image de la drogue suggère à juste titre l'idée d'accoutumance et de nécessaire augmentation des doses... en attendant un sevrage très douloureux... qui vaut mieux que la mort par overdose.

Le premier tableau ci-dessous permet de cerner l'évolution de l'endettement des agents économiques à l'échelle mondiale, du dernier trimestre 2000 jusqu'à la mi-2014.



En une quinzaine d'année la dette globale est passée de 87 à 199 trillions de USD, de 246% à 286% du PIB mondial, c'est dire qu'elle a augmenté plus vite que le PIB lui-même, et donc qu'une unité de PIB va de pair avec un niveau de dette toujours plus élevé. Les quatre catégories ont toutes augmenté : Ménages, Entreprises, Etats, Secteur financier. La dette des Ménages a triplé, passant de 19 à 40 trillions de USD, mais le rythme de croissance s'est considérablement ralenti après la crise financière de 2008-2009. Celle des Etats a été

multipliée par 2,5, de 22 à 56 trillions, mais à l'inverse des Ménages, le rythme de croissance s'est accéléré après la crise financière, sauvetage des institutions financières et baisse tendancielle des recettes fiscales obligent !

Le deuxième tableau ci-dessous donne des détails par pays. Vous noterez que les 9 premiers pays ont un endettement global, tous agents confondus, supérieur à 300% du PIB, que quatre pays au moins ont accru leur dette depuis fin 2007 de plus de 100 points de pourcentage (hors secteur financier) avec en tête l'Irlande (172 points, répartis équitablement entre l'Etat et les entreprises).

Change in debt-to-GDP ratio since 2007 by country

Ranked by real economy debt-to-GDP ratio, 2Q14¹

■ Advanced economy ↑ Leveraging
 ■ Developing economy ↓ Deleveraging

Rank	Country	Debt-to-GDP ratio ¹ %	Real economy debt change, 2007-14 Percentage points				Financial sector debt change
			Total	Government	Corporate	Household	
1	Japan	400	64	63	2	-1	6
2	Ireland	390	172	93	90	-11	-25
3	Singapore	382	129	22	92	15	23
4	Portugal	358	100	83	19	-2	38
5	Belgium	327	61	34	15	11	4
6	Netherlands	325	62	38	17	7	38
7	Greece	317	103	70	13	20	1
8	Spain	313	72	92	-14	-6	-2
9	Denmark	302	37	22	7	8	37
10	Sweden	290	50	1	31	18	37
11	France	280	66	38	19	10	15
12	Italy	259	55	47	3	5	14
13	United Kingdom	252	30	50	-12	-8	2
14	Norway	244	13	-16	16	13	16
15	Finland	238	62	29	17	15	24
16	United States	233	16	35	-2	-18	-24
17	South Korea	231	45	15	19	12	2
18	Hungary	225	35	15	21	-1	10
19	Austria	225	29	23	6	0	-21
20	Malaysia	222	49	17	16	16	6
21	Canada	221	39	18	6	15	-6
22	China	217	83	13	52	18	41
23	Australia	213	33	23	-1	10	-8
24	Germany	188	8	17	-2	-6	-16
25	Thailand	187	43	11	6	26	21
26	Israel	178	-22	-4	-21	3	-2
27	Slovakia	151	51	28	8	14	-5
28	Vietnam	146	13	10	-1	5	2
29	Morocco	136	20	8	7	5	3
30	Chile	136	35	6	20	9	9
31	Poland	134	36	14	9	13	9
32	South Africa	133	19	18	2	-2	-3
33	Czech Republic	128	37	19	9	9	4
34	Brazil	128	27	3	15	9	13
35	India	120	0	-5	6	-1	5
36	Philippines	116	4	-3	9	-2	-5
37	Egypt	106	-9	9	-18	0	-8
38	Turkey	104	28	-4	22	10	11
39	Romania	104	-7	26	-35	1	-4
40	Indonesia	88	17	-5	17	6	-2
41	Colombia	76	14	1	8	5	3
42	Mexico	73	30	19	10	1	-1
43	Russia	65	19	3	9	7	-4
44	Peru	62	5	-10	11	5	2
45	Saudi Arabia	59	-14	-15	2	-1	-8
46	Nigeria	46	10	7	1	2	-1
47	Argentina	33	-11	-14	1	2	-5

¹ Includes debt of households, non-financial corporations, and government; 2Q14 data for advanced economies and China; 2013 data for other developing economies.

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: World economic outlook; IMF; BIS; Haver Analytics; national central banks; McKinsey Global Institute analysis

Si vous ne devez retenir qu'une seule idée de ces tableaux, c'est que pratiquement partout la dette a augmenté depuis la crise financière et que par conséquent la question du taux d'intérêt devient de plus en plus vitale pour la soutenabilité de cette dette.

3. Aimez-vous la ZIRP, ou préférez-vous la NIRP, ou la PIRP ?

La ZIRP n'est pas une danse grecque (ne pas confondre avec le Sirtaki), c'est une contorsion acrobatique des banquiers centraux, inaugurée au Japon dans les années 90. En dépit de cette référence japonaise, il ne faut pas confondre non plus avec la danse du lion asiatique... encore que... ça pourrait y ressembler... notamment quand un lion (double bipède emplumé !) rate un poteau, se casse la figure... et ça fait très mal ! J'ai vu ça à [Singapour en février dernier](#)... impressionnant : je n'aurais jamais dû assister à cette finale de la *2015 Lion Dance Competition*, car depuis je n'arrête pas d'imaginer Janet Yellen et Mario Draghi, en équipe mixte, virevoltant entre les poteaux de la déflation, de la stagflation, de l'hyperinflation, et surtout, en fin de parcours, essayant de gérer le passage sur le poteau de la remontée des taux... sans perdre l'équilibre !

Dans l'ensemble, les spéculateurs adorent la ZIRP, les épargnants la détestent, les économistes se déchirent à son propos (entre keynésiens très favorables et libéraux pur sucre très hostiles), les politiques font des sourires entendus, bien content que ça les arrange, mais en fait n'y comprennent pas grand-chose ! D'ailleurs ce n'est pas grave car, d'ores et déjà, la ZIRP est ringarde, rien ne vaut la NIRP, beaucoup plus branchouille !

Alors, pour de vrai, c'est quoi la ZIRP, c'est quoi la NIRP, c'est quoi la PIRP ? La ZIRP est l'acronyme de *Zero Interest Rate Policy* (Politique du taux d'intérêt zéro), NIRP de *Negative Interest Rate Policy* et PIRP de *Positive Interest Rate Policy*. La ZIRP a été mise en place par les Banques Centrales dans la définition de leurs taux directeurs à des niveaux quasi-nuls, comme moyen de relance de la croissance économique. Inauguré au Japon dans les années 90 pour lutter, sans grand succès, contre la stagnation et la déflation japonaise, elle a été reprise, plus ou moins rapidement, par les grandes banques centrales occidentales (FED, BCE, BoE) après la crise financière. Devant les résultats très limités de la ZIRP, les banques centrales, ne pouvant diminuer encore des taux directeurs arrivés à zéro, ont imaginé des mesures dites non conventionnelles pour pousser la politique monétaire au-delà de la gestion des taux directeur. Ce fut la mise en œuvre des *quantitative easing*, des assouplissements quantitatifs : concrètement, la banque centrale va agrandir la taille de son bilan, créant de la monnaie supplémentaire (inscrite à son passif) contre l'achat d'actifs, essentiellement des obligations ou bons d'Etats, le plus souvent sur le marché secondaire de ces titres (donc pas au moment de l'émission, mais des achats de seconde main à des acheteurs antérieurs, des banques, des assureurs, des fonds de pension...). Ces achats massifs d'obligations ont conduit à une forte demande de ces titres, dont les cours se sont envolés, générant ainsi une baisse très sensible des taux associés à ces titres³ sur le marché secondaire puis par contagion sur les marchés d'émission (adjudications). Et cette folie d'achat sur le marché obligataire débouche sur une aberration totale : l'achat de titres à un prix supérieur à leur valeur de remboursement, donc avec un taux d'intérêt négatif. Et c'est ainsi que ZIRP + quantitative easing = NIRP. On n'est

³ Pour vous rafraichir la mémoire sur la relation entre le taux et le prix d'un titre obligataire, cf. [LA CRISE N°28](#), p.8.

plus dans le « travailler plus pour gagner plus » mais dans le « payer plus pour recevoir moins » !!!

Il y a encore quelques années, l'économiste le plus déjanté, même en ayant consommé des champignons hallucinogènes, n'aurait pu imaginer des taux d'intérêts négatifs ! Et pourtant, depuis plusieurs mois, sur les marchés de la dette de divers Etats européens, les titres à maturité (échéance) courte s'échangent à des taux négatifs, jusqu'à échéance 10 ans en ce mois d'avril pour la Suisse ou l'Allemagne. Le tableau ci-dessous est une capture d'écran sur *investing.com* à l'heure où j'écris ces lignes (le 24 avril vers 16h40) ; il indique les taux auxquels s'échange la dette de l'Etat français à ce moment précis, en fonction de l'échéance de remboursement des titres. Vous pouvez constater que jusqu'à l'échéance 4 ans, les taux sont négatifs. Les acheteurs, s'ils gardent leur titre jusqu'à l'échéance, seront remboursés d'une somme inférieure à celle qu'ils ont payé. A 10 ans, le taux d'intérêt, positif tout de même, n'est que de 0,429 % et il faut atteindre l'échéance 30 ans pour que le taux dépasse le 1%.

**Taux sur les emprunts d'Etat français. Source : <http://fr.investing.com/markets/France>
Capture d'écran, le 24-04-15 à 16h40**

Nom	Taux	Veille	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Heures
France 1 mois	-0,165	-0,178	-0,165	-0,173	+0,013	+7,30%	15:24:50
France 3 mois	-0,175	-0,175	-0,172	-0,179	0,000	0,00%	16:36:41
France 6 mois	-0,177	-0,173	-0,172	-0,178	-0,003	-2,31%	16:30:47
France 9 mois	-0,183	-0,163	-0,135	-0,185	-0,020	-12,27%	16:31:56
France 1 ans	-0,177	-0,178	-0,166	-0,181	+0,001	+0,56%	16:31:56
France 2 ans	-0,183	-0,180	-0,166	-0,195	-0,003	-1,67%	16:31:56
France 3 ans	-0,140	-0,132	-0,053	-0,155	-0,008	-6,06%	16:36:43
France 4 ans	-0,076	-0,079	-0,052	-0,092	+0,003	+3,80%	16:36:00
France 5 ans	0,017	0,017	0,026	0,004	0,000	0,00%	16:35:16
France 6 ans	0,066	0,056	0,076	0,040	+0,010	+17,86%	16:36:55
France 7 ans	0,140	0,132	0,147	0,112	+0,008	+6,06%	16:32:33
France 8 ans	0,180	0,169	0,188	0,150	+0,012	+6,51%	16:34:00
France 9 ans	0,329	0,313	0,339	0,293	+0,015	+5,11%	16:36:51
France 10 ans	0,429	0,412	0,435	0,398	+0,018	+4,13%	16:33:57
France 15 ans	0,712	0,689	0,715	0,665	+0,023	+3,34%	16:33:57
France 20 ans	0,844	0,814	0,845	0,792	+0,030	+3,69%	16:36:04
France 30 ans	1,079	1,041	1,080	1,018	+0,038	+3,65%	16:36:02
France 50 ans	1,236	1,200	1,243	1,178	+0,036	+3,00%	16:36:54

Bien sûr, ces taux négatifs ne concernent pas que le marché secondaire mais aussi le marché primaire des adjudications par le Trésor français, dont vous pouvez trouver les données sur le site de l'Agence France Trésor ([dernières adjudications](#), ou [historique des adjudications](#)).

Ce phénomène de taux nuls voire négatifs ne concerne pas que les Etats, même s'ils en sont les principaux bénéficiaires. Les firmes offrant une bonne visibilité empruntent actuellement à des taux très faibles. On rapporte même qu'en février dernier, Nestlé est parvenu à emprunter

sur 4 ans à taux négatif. On rapporte aussi qu'au Danemark des prêts immobiliers auraient été consentis à taux négatif.

De plus, les taux négatifs ne se limitent pas aux obligations et emprunts divers. Ils touchent maintenant les dépôts bancaires. La BCE a inauguré cette pratique en appliquant un taux négatif aux dépôts de liquidités des banques commerciales, avec l'objectif d'inciter ces banques à prêter à l'économie réelle, plutôt que de thésauriser frileusement. Et les banques commerciales commencent elles-mêmes à répercuter cette pratique de taux négatifs sur les dépôts de leurs plus grands clients, entreprises et institutions ayant d'importantes trésoreries à gérer.

Que penser de la ZIRP et de la NIRP. Tout dépend de quel point de vue vous vous placez, quel type d'agent économique vous êtes. Les épargnants détestent la ZIRP et abhorrent la NIRP : rien de tel qu'une bonne PIRP pour satisfaire l'épargnant ! Les Etats fortement endettés trouvent dans la ZIRP et a fortiori dans la NIRP un havre de répit qui leur permet de respirer un peu, par relâchement de la pression du service de la dette. Les spéculateurs adorent : le fait de bénéficier de liquidités quasi gratuites leur permet de maximiser l'effet de levier de l'emprunt pour booster leurs bénéfices sur des marchés financiers dopés par la fièvre acheteuse, à laquelle ils contribuent tous en disposant aisément de liquidités... en attendant le grand plongeon !

Mais qu'en pensent les investisseurs, les vrais. Ils sont de deux types : les investisseurs de l'économie réelle (essentiellement les Entreprises ; secondairement les Ménages, pour leurs achats immobiliers) et les Institutionnels (essentiellement les assureurs et les fonds de pension). Pour les investisseurs réels, la faiblesse des taux est a priori une bonne chose... sous réserve d'inventaire ! Pour les entreprises, des taux d'intérêts faibles favorisent l'investissement... sauf que, pas plus que la fontaine la plus attrayante ne fera jamais boire l'âne qui n'a pas soif, le taux d'emprunt le plus bas imaginable ne fera pas investir (ni embaucher) l'industriel qui n'a pas de carnet de commande ! Pour les emprunts immobiliers, il en va de même avec le Ménage qui craint le chômage et encore plus avec le banquier qui craint que les revenus du Ménage diminuent.

Quant aux investisseurs institutionnels, ceux qui doivent placer l'argent des autres dans leurs assurances vie ou fonds de pension, comment voient-ils ZIRP et NIRP : d'un très mauvais œil assurément. Car pour couvrir les frais de gestion (de l'ordre de 0,6% des capitaux gérés) et assurer un rendement minimum garanti à leurs clients, ils ont impérativement besoin de taux nettement positifs. Ils sont donc mieux placés que quiconque pour prêter moins d'attention aux signes d'embellies qu'aux risques d'embolie du système !

4. Vers l'embolie structurelle globale ?

Ceux qui pensent que rien n'empêche le soleil de se lever à l'Ouest et de se coucher à l'Est doivent trouver normal que les taux d'intérêt puissent être négatifs, que l'incertitude du futur doive être payée plutôt qu'être rémunérée, qu'il est raisonnable de payer 110 aujourd'hui pour recevoir 100 dans 10 ans, indépendamment de toute considération sur l'évolution des prix des biens et services. Ceux qui, comme moi, considèrent que ce n'est pas possible savent que l'épisode sera de courte durée mais que la sortie du rêve des uns sera inévitablement le cauchemar de tous.

Des hommes et des femmes rationnels, sortis des meilleures formations en finance, sont responsables des grands fonds de pensions ou gèrent les fonds sur lesquels sont adossées vos assurances-vie. Pourquoi acceptent-ils d'acheter des titres financiers qui seront remboursés à l'échéance moins chers qu'ils ne les ont achetés ? Sont-ils tombés sur la tête, sont-ils victimes d'hallucinations collectives, ou bien soumis à l'influence de gourous malfaisants. Hélas, rien de tout cela, c'est bien pire encore. Ils continuent à agir rationnellement...c'est encore plus angoissant. Car ils peuvent avoir au moins trois bonnes raisons d'agir ainsi, en voulant respecter leurs engagements et défendre vos intérêts :

- ils peuvent être tenus réglementairement (par les Etats) ou contractuellement (par les engagements qu'ils ont pris à votre égard, en petit caractères, dans les annexes de vos contrats que vous n'avez jamais lues) à détenir une certaine proportion de dette d'Etat, notée en catégorie A par les agences de notation : taux positifs, nuls ou négatifs, peu importe, ils doivent respecter la proportion, pas d'échappatoire possible.

- ils ont l'intention de revendre les titres avant l'échéance et espèrent que, les taux ayant encore plus baissé, ils encaisseront une plus-value (c'est-à-dire qu'ils auront trouvé un investisseur qui aura encore plus besoin qu'eux de titres A). Comme dans un jeu de chaises musicales, l'important sera de ne pas se retrouver collé avec des titres invendables le jour où les violons de l'euphorie cesseront de jouer et que les grondements de l'orage obligataire (remontée des taux) occuperont le devant de la scène.

- ils ont tellement peur de détenir des liquidités en banque (liquidités susceptibles elles aussi d'être affectées de taux de dépôts négatifs) qu'ils préfèrent faire la part du feu et minimiser le risque : ne pas investir les fonds et les garder sous la forme monétaire de dépôts bancaires, c'est prendre le risque d'une faillite de la banque et de tout perdre dans le cadre d'un *bail-in*. Les taux négatifs sur les emprunts d'Etats les mieux notés sont le meilleur indicateur du risque bancaire : manifestement il est très élevé actuellement.

Car en effet, des banques sont en difficulté, pourtant dans une période relativement euphorique sur les marchés où les plus values poussent en plein désert. Raison de plus d'être sérieusement inquiet lorsque les marchés financiers se retourneront. En effet, même s'il est rare que les journaux télévisés et la presse écrite grand public en parlent, au cours de ces derniers mois des banques européennes ont fait faillite ou sont en grande fragilité et leurs déposants sont en difficulté, dans l'attente du règlement judiciaire de ces faillites qui

déterminera la part de l'actif net disponible qui peut leur revenir, en concurrence avec les différents types de créanciers qui ont apportés des fonds, dans le cadre des réglementations en vigueur. Pour mémoire, voici quelques cas qu'une brève enquête me fait recenser sur les 12 derniers mois, sans prétention à l'exhaustivité :

- Portugal : Banque Espirito Santo
- Bulgarie : Corporate Commercial Bank
- Allemagne : Banque Düesselhyp
- Autriche : Hypo Alpe Adria
- Andorre : Banque Privée d'Andorre (BPA)
- Espagne : Banco Madrid (filiale de la BPA ci-dessus)

Même s'il ne s'agit pas de poids lourds du système bancaire européen, ces cas sont révélateurs de la fragilité du tissu bancaire, surtout si on y rajoute les doutes qui se font jour sur la solidité du système bancaire italien. Les banques italiennes détiennent des proportions de crédits douteux qui atteignent des proportions inquiétantes comparativement aux standards internationaux (source : [Challenge](#)). Les stress tests de la BCE rendus publics à l'automne 2014 ont souligné la très grande fragilité du système bancaire italien. Outre la Monte Paschi de Sienne qui inquiète les observateurs depuis plusieurs années, ces tests ont épinglé de nombreux autres établissements : Banca Carige, Veneto Banca, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Vicenza, Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese, et Banca Popolare dell'Emilia Romagna (source : [Les Echos](#)). De plus il faut savoir que la fonction principale des stress test, qui ont été conduits par la BCE, est de rassurer le citoyen lambda sur la situation des banques. Pour ce faire, les hypothèses les plus inquiétantes ont été mises sous le tapis : c'est ainsi qu'il a été supposé que les dettes des Etats ne présentaient aucun risque et donc ne nécessitaient aucuns fonds propres en contrepartie ! Heureusement qu'elles sont supposées sans risque... déjà qu'elles ne rapportent rien !

Alors que dire de la résilience des systèmes bancaires, en Europe, en Amérique, en Chine et partout, lorsque les marchés se retourneront avec l'indispensable remontée des taux d'intérêt. Indispensable pourquoi ? Tout simplement pour restaurer la viabilité à long terme du système financier, la capacité des fonds de pension à générer des revenus sur des placements sûrs sans être obligés de prendre des risques inconsidérés sur des actifs qui relèvent plus de la spéculation pure que la constitution d'un patrimoine sécurisé. Mais aussi pour permettre un calcul économique qui n'est plus possible lorsque le temps, l'attente, la consommation différée que représente l'épargne n'ont plus de rémunération. Toutefois, la sortie de la situation actuelle est loin d'être évidente : si maintenir la ZIRP est suicidaire à long terme, en sortir est très compliqué. Là est le nœud central, la contradiction fondamentale, mère de toutes les embolies possibles du système.

Pourtant certains suggèrent que cette sortie pourrait se faire en douceur, sur une longue période de transition comme après la Deuxième Guerre mondiale où les dettes souveraines ont été diluées dans l'inflation, avec des taux d'intérêt positifs certes, mais maintenus en dessous du taux d'inflation. Je n'ai pas cet optimisme. Je peux me tromper, pécher par excès de pessimisme, mais je ne crois pas à cette version douce, les conditions historiques sont trop

différentes. A l'époque, les besoins de reconstruction puis la Guerre froide et la course aux armements afférents ont dopé l'activité économique des Trente Glorieuses. Le plein emploi, les normes de distribution de la valeur ajoutée favorables aux salaires (Fordisme) ont favorisé l'inflation par la demande, alors qu'aujourd'hui la pression internationale à la baisse sur les salaires induit des tendances à la déflation. La forte progressivité de l'impôt sur le revenu (taux marginal maximum aux Etats-Unis jusqu'à 80%), la moindre facilité d'évasion fiscale par les entreprises dans un monde pas encore mondialisé, et les rentrées fiscales afférentes ont permis de gérer la dette souveraine sans défaut majeur. De plus les bombes à retardement de la financiarisation n'existaient pas, notamment les produits dérivés qui menacent de faire sauter le système au moindre trouble un peu sérieux. En outre des conditions idéologiques étaient totalement différentes : la victoire sur le Nazisme permettait une certaine fierté et d'avoir confiance en l'avenir, alors qu'aujourd'hui, après une reddition en rase campagne face aux lobbys financiers qui ont provoqué la Crise financière de 2009, la crainte de la prochaine salve l'emporte sur l'optimisme. D'ailleurs cette prochaine salve, encore plus forte que la précédente, est annoncée par le monde de la finance lui-même, comme en témoignent notamment les déclarations de Jamie Dimon (patron de JP Morgan). Lorsque le mot d'ordre de la période est « Tous aux abris », il n'est pas surprenant que les comportements de précaution et de défiance l'emportent sur le dynamisme entrepreneurial ! Et quand on voit comment les séquelles du défaut argentin sont rendues ingérables par la justice américaine donnant raison aux fonds voutour, ou comment la communauté internationale (pays européens + BCE + FMI) est incapable de gérer la goutte d'eau grecque, on se demande comment un désendettement en douceur pourrait être conduit à bien.

Voilà pourquoi la réédition du scénario des Trente Glorieuses est très improbable. L'inévitable désendettement à venir prendra d'autres formes, beaucoup plus violentes, avec une phase embolique de la crise qu'il nous reste encore à affronter. Cette phase embolique verra les canaux de circulation de la valeur s'obstruer, des actifs figés et détruits par les mêmes lois de la finance qui les avaient gonflés précédemment.

Lentement mais sûrement, les Etats et le système financier se préparent à ce blocage et à cette destruction, pour en faire supporter la charge à tous ceux qui par hasard ou par négligence auront la mauvaise idée d'être au mauvais endroit au mauvais moment, sur le mauvais support.

Le premier acte de cette préparation a été l'adoption du *bail in* comme mode de règlement des crises bancaires. Partout dans le monde, les Etats n'ont plus les moyens de venir sauver les banques en difficulté : la « Belle époque » du *bail out* (du renflouage externe) est finie, c'est aux créanciers de l'établissement, y compris les déposants, de venir éponger les pertes (*bail in*) par destruction de la totalité ou d'une fraction de leurs actifs. Cette étape est quasiment terminée, les cadres juridiques ont été établis et sont en cours d'activation : en Europe, la procédure sera automatique dès janvier 2016. Les déposants se voient tout de même garantis l'immunité pour la fraction des dépôts inférieure à un certain montant (suivant les pays), 100.000 € en Europe... mais il est bien clair que les fonds de garantie sont à des montants insuffisants pour gérer à ce niveau la faillite d'un grand établissement.

Le deuxième acte, en cours, est maintenant celui de la prévention active des *bank run*. Beaucoup de déposants ont désormais intégré l'idée du *bail in*. A la moindre rumeur sur la mauvaise santé d'une banque, ils vont se précipiter pour retirer leurs dépôts, au guichet, sur les DAB (ATM), par virement vers un autre établissement moins exposé où ils ont ouvert un autre compte (multibancarisation). Ce faisant, ils vont précipiter la chute de la banque, qui peut-être aurait pu être évitée ou minorée sans le *bank run*. Il faut donc empêcher ces comportements de panique bancaire : limiter drastiquement les possibilités de retrait aux guichets sous couvert de sécurité, encadrer à la baisse les possibilités de retrait aux distributeurs, réduire les plafonds des virement autorisés. Il faut piéger les dépôts là où ils sont pour qu'ils puissent contribuer, si nécessaire et pour autant que nécessaire, à la destruction de valeur que les Etats n'ont plus les moyens d'éviter. Tout cela est en cours, parfois sous le prétexte abracadabrant de lutte contre le terrorisme (limiter les paiements en espèces, sachant que les avoirs en espèces seront les seuls actifs monétaires à ne pas participer à la péréquation à la baisse des actifs !).

Le troisième acte sera celui du contrôle de la sortie de l'épargne longue. Les fonds de pension prévoient en général une sortie en rente viagère, sans possibilité de sortie en capital. Les assurances-vie permettent le plus souvent une telle sortie en capital : il importe donc de mettre en œuvre tous les obstacles possibles à de telles sorties, par exemple de les lier à des événements précis (études supérieures des enfants, achat immobilier dument justifié, succession...) ou de les fractionner, avec l'objectif d'empêcher des sorties massives lorsque la perspective de fortes dévalorisations obligataires sera une évidence généralisée (comme le *bail in* aujourd'hui) et non plus l'anticipation de quelques observateurs et la conviction des *insiders* qui se débarrassent des produits dangereux. Soyez certains que des gens très compétents, mais tout aussi discrets, travaillent sur le sujet, dans les ministères ou à la commission européenne. Et ils ont raison de le faire, car c'est ce qui permettra de sauver ce qui peut encore l'être alors que les comportements irrationnels de panique dans les phases les plus extrêmes de crise ne peuvent qu'amplifier les destructions d'actifs.

Alors tout sera en place pour permettre la solution : remontée des taux et *haircut* (défaut partiel) sur les dettes souveraines, dévalorisation induite des actifs financiers, faillites des établissements financiers trop exposés à ces dévalorisations (notamment à travers leur exposition aux produits dérivés), imputation de ces faillites sur les avoirs des déposants, imputation des moins values sur les rentes ou les capitaux associés à l'épargne longue (fonds de pension, assurance-vie). S'il le faut, on ajoutera un peu de prélèvement fiscal exceptionnel au prorata des patrimoines, comme suggéré par le FMI, pour rembourser une fraction de la dette qui n'aura donc pas à supporter la remontée des taux. La boucle sera bouclée, le calcul économique rationnel pourra reprendre ses droits avec des taux positifs et correctement pentifiés, côté clair de la situation, et côté obscur, la finance pourra reprendre sa ronde infernale jusqu'à la prochaine grande crise séculaire ! Les mesures d'encadrement qui ont auront été prises pendant la phase paroxystique, notamment la régulation des produits dérivés, seront progressivement contournées, puis les raisons de ces mesures seront oubliées, comme ce fut le cas dans le cycle précédent avec l'abandon de la séparation des banques entre les banques de dépôt et de crédit, et les banques d'affaire. Ainsi va le monde !

5. Et mes sous dans tout ça : on achève bien les rentiers !

Avertissement :

Inutile de m'écrire pour me demander des conseils de placements, je ne répondrai pas ! Ce n'est pas mon job, je ne suis pas conseiller patrimonial. De plus, le conseil patrimonial suppose de bien connaître la situation de la personne à qui on prodigue un conseil ou une recommandation. Ceux qui ont la solution miracle pour tout le monde, sans tenir compte de l'âge, de la situation professionnelle, des contraintes et des projets de chacun... sont forcément des charlatans ou trop intéressés à vendre un produit précis... qui leur rapporte une commission! Moi je n'ai rien à vendre... même pas cette lettre, dont le plaisir de la documentation, de la conception et de l'écriture est ma seule rémunération ! La rubrique "Et mes sous dans tout ça" vise plus à interpeler et à faire réfléchir qu'à conseiller. Ensuite, à chacun de prendre ses responsabilités.

Les raisonnements précédents pourraient se suffire à eux-mêmes et me dispenser de cette rubrique, mais s'il faut mettre les points sur les i... faisons le, aussi brièvement que possible pour rester dans le format traditionnel de cette lettre (une vingtaine de pages).

Une euthanasie des rentiers est inévitable au niveau collectif, qu'elle prenne la forme violente que j'anticipe ou la forme douce d'une inflation durablement supérieure aux taux d'intérêt, ce qui n'est pas mon scénario le plus probable. Toutefois, individuellement, il est possible de faire de la résistance... sinon pour un résultat garanti mais au moins pour la dignité du combat contre l'adversité ! Mais faire de la résistance ne veut pas dire faire n'importe quoi !

I. L'argent facile n'existe pas

En France, l'Autorité des marchés financiers ([AMF](#)) s'est récemment inquiétée de publicités internet vous suggérant de vous improviser trader. Il faut dire que la connerie humaine est sans borne, la seule ressource en quantité illimitée. C'est une vraie perversion de l'esprit que de croire que, dans un monde de requins, une petite sardine tombée de la dernière pluie, après une formation de deux heures, peut s'enrichir en tapotant n'importe quoi sur un clavier. Que d'aucuns se laissent prendre aux illusions des publicités internet sur le forex (*foreign exchange* = marché des changes) me laisse sans voix ! On ne devient pas trader sur un coin de table, même avec un stage (payant !) d'une semaine : c'est un vrai métier. Faut-il plaindre et défendre ceux qui se laissent bernés par ce genre de pub... ou bien se dire cyniquement que la connerie humaine est une matière première comme une autre... qui peut être travaillée avec profit ! Comme le chantait si bien Brassens... [quand on est](#)... !

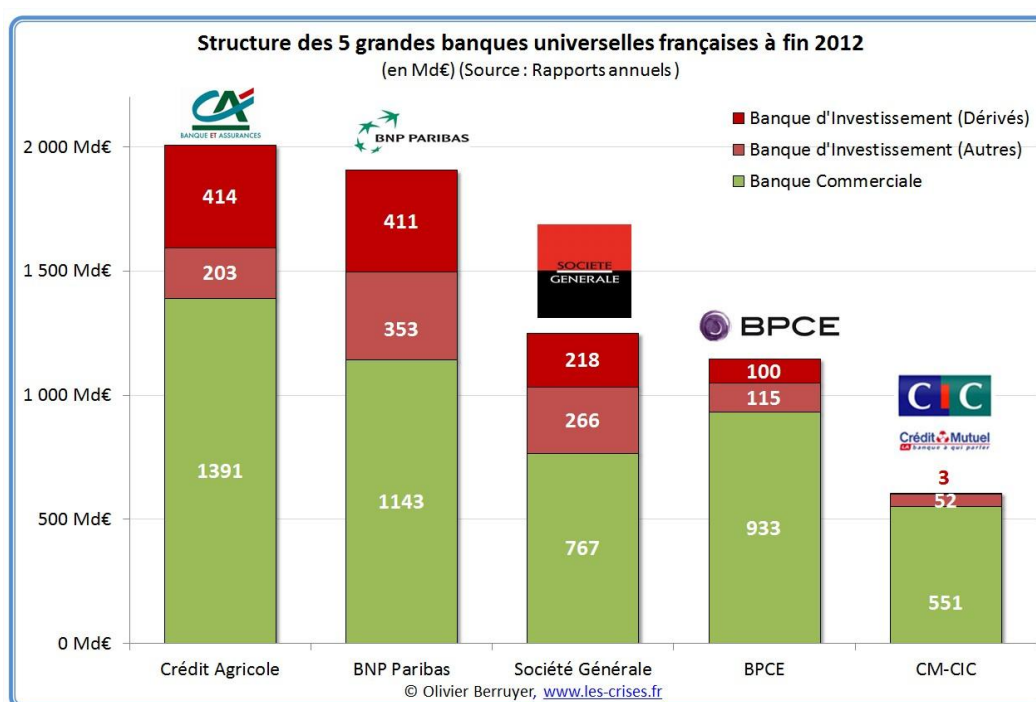
II. Les banques sont les cimetières potentiels de votre épargne

Face aux perspectives de *bail in*, d'aucuns vous suggèrent de vous débancariser. Facile à dire, difficile à faire, et il vaut mieux avoir une réflexion sérieuse en la matière, ne pas agir dans la

précipitation. Vos revenus et beaucoup de vos dépenses récurrentes sont domiciliés sur un compte bancaire. Vos placements ne peuvent être tous sous forme tangible : vous avez un besoin indispensable d'une épargne de précaution, sous forme monétaire. Suivant votre situation, votre profession, vos perspectives de retraite, vos projets... vous avez aussi besoin d'une épargne financière longue. Donc oubliez la débancaisation : pas possible ! Soyez bancarisé lucide, en ayant en tête cet aveu récent de la grande prêtresse de la monnaie américaine, Mme Yellen, Présidente de la FED : *cash is not a convenient store of value*. A bon entendeur, salut ! Vous êtes prévenus, la monnaie n'est plus réserve de valeur !

Alors, que faire ? D'abord, si vous avez moins de 20.000 € ou \$ sur vos comptes bancaires dormez tranquilles sur vos deux oreilles : pas de souci à vous faire. Si vous atteignez les 50.000 songez à répartir vos avoirs entre deux établissements, plus de 100.000 trois établissements. Oui, je sais, c'est fastidieux à mettre en place et à gérer, mais il faut savoir ce qu'on veut : la sécurité a un prix. Ceci ne vous empêchera pas d'être en zone inconfortable si vous avez à gérer une somme beaucoup plus importante pendant un temps inconnu à l'avance : par exemple en cas de vente immobilière ou d'héritage. Et c'est là qu'intervient le choix de vos banques. D'où peut provenir le plus grand danger, le plus brutalement : à l'évidence d'une banque fortement engagée dans les activités d'investissement et en particulier fortement impliquée dans les produits dérivés. Le jour où les marchés financiers se retourneront, c'est là que les placards seront remplis de cadavres, c'est là que vous ne devrez pas avoir de grosses sommes. Pour autant que vous pouvez connaître le degré d'implication des différents établissements dans l'activité de banque d'investissement, choisissez pour vos plus gros dépôts des banques peu impliquées.

Pour ce qui est de la France, le tableau ci-dessous établi par Olivier Berruyer peut être une source de réflexion stimulante.



Source : <http://www.les-crises.fr/alerte-grece/>

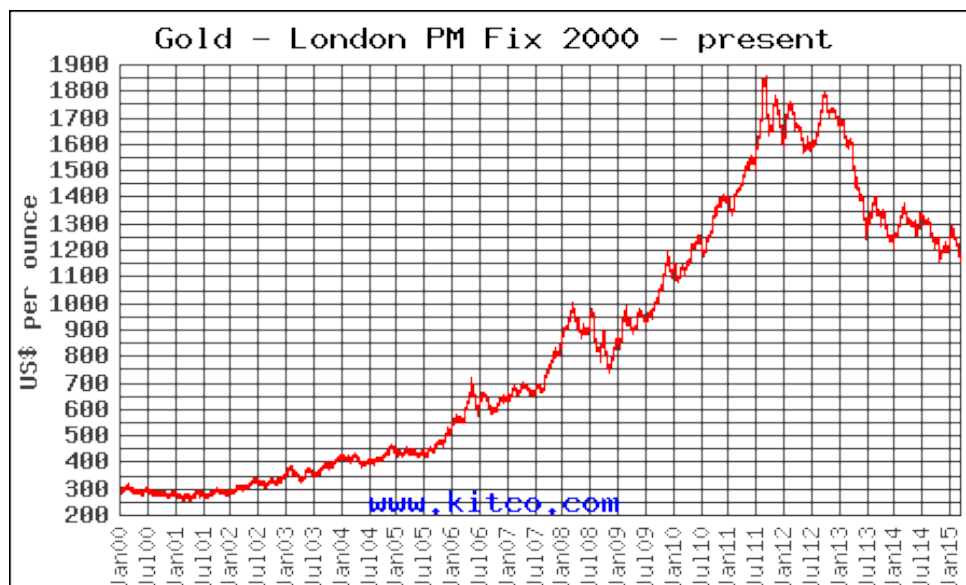
Ce graphique n'est pas très explicite sur la signification des chiffres cités, si ce n'est qu'il s'agit de Milliards d'Euros, sans doute lus à l'actif du bilan : mais, *a priori*, sachant que l'auteur de ce tableau est actuaire... je suis tenté de lui faire confiance, et le plus important est que toutes les données soient homogènes. A partir de ces chiffres il est possible de calculer la part de banque d'investissement dans l'ensemble de chacune de ces banques universelles (soit : rouge / rouge+vert x 100) soit par ordre décroissant :

- Société Générale : 47%
- BNP Paribas : 40%
- Crédit Agricole : 31%
- BPCE : 19%
- Crédit Mutuel – CIC : 8%

On peut considérer ce ratio comme un honnête coefficient d'approximation de l'exposition au risque bancaire en cas de catastrophe sur les produits d'investissement et en particulier les produits dérivés : ce qui signifie que votre exposition au risque Banque d'affaire est 6 fois plus important à la Soc Gé qu'au Crédit Mutuel – CIC, mais, fort heureusement, ces chiffres ne signifient pas que vous avez 47% de probabilité d'être victime d'un *bail-in* si vous avez un compte à la Soc Gé ! A vous de voir l'intérêt que peut avoir ce type de ratio dans la période actuelle, pour votre gouverne personnelle.

III. Je lève ma fatwa contre l'or

Comme la plupart des économistes de ma génération, j'ai été formé à l'école keynésienne, même si dans cette crise je me sens totalement akeynésien et plutôt shumpeterien, comme je m'en suis déjà expliqué (cf [LA CRISE N°21](#), p.3-4) ! Mais comme tous les keynésiens de formation, je n'aime pas l'or, socialement inutile, alors que l'épargne financière peut avoir une utilité sociale, à travers les investissements qu'elle va financer. Et quand on peut concilier utilité personnelle et utilité sociale, on ne peut qu'être satisfait. Mais ça, c'est pour un monde normal, dans lequel l'épargne joue un rôle essentiel. Aujourd'hui, votre épargne est devenue une scorie, une anomalie, voire une perversion : on attend de vous que vous consommiez vos revenus, surtout pas que vous les épargniez, c'est totalement ringard, c'est même quasiment antisocial, sachant que les investissements sont financés par la dette associée à la création monétaire... c'est tellement plus moderne ! Donc on vous demande d'une part de consommer et d'autre part de vos payer vos impôts et cotisations (sur l'utilisation desquels vous n'avez aucun contrôle), mais surtout pas d'épargner des sommes sur lesquelles vous garderiez le contrôle et dont l'utilisation dépendrait de votre libre arbitre. Dans ces conditions de dénégation du rôle social de l'épargne, l'épargnant n'a plus de compte à rendre à la société, plus de scrupule à avoir sur l'utilité sociale de ses actes, plus de responsabilité collective à assumer.



Source : http://www.kitco.com/scripts/hist_charts/yearly_graphs.plx

Dès lors, on peut reconsidérer l'investissement en métaux sous le seul angle de la performance patrimoniale. L'or avait le grand défaut de ne procurer aucun revenu. Mais quand on est arrivé à des taux zéro voire à des taux négatifs sur les obligations et sur le monétaire, l'objection de l'absence de rémunération tombe. Ne reste plus à considérer que les variations de cours, les perspectives de plus ou de moins value. Autant lorsque l'or flirtait avec les 2000 \$ l'once c'était folie d'en acheter, autant maintenant qu'il est sérieusement redescendu autour de 1200 \$, la chose peut être considérée, sans aucune garantie qu'il ne descende pas beaucoup plus bas et encore moins qu'il remonte rapidement vers de nouveaux sommets.

Et rappelons une nouvelle fois que lorsque j'évoque l'éventualité d'achat de métaux, il s'agit, dans une proportion limitée de votre patrimoine, de pièces ou de lingots (du physique) et certainement pas de certificats de papier qui ne peuvent réserver que de mauvaises surprises. Fuyez le monde des signes, préférez lui le monde réel, tangible : les signes s'effacent, se gommant, s'étiolent, se ratatinent ; le réel voit son prix de vente fluctuer, mais jamais ne disparaît.

Et voilà pour ce numéro. Prochain numéro en juillet ou en septembre, suivant les événements et l'envie d'écrire, mais plus probablement en septembre, de bonne humeur si la récolte de cèpes a été bonne en Périgord, contrairement à l'été 2014: ça c'est du tangible... et en plus ça se mange... en direct ou en différé ! Et d'ici là il faudra s'occuper des cerises et des giroles. Et peut-être dès demain quelques morilles... ne pas oublier les œufs pour l'omelette... mais non, je me trompe, je ne suis pas encore en train de faire la liste des courses ! Il faut d'abord boucler ce numéro, relire, vérifier les liens hypertexte, les sources, corriger les fautes d'orthographe tout en sachant qu'on ne les verra pas toutes avant que le texte ne soit en ligne. Assumons l'imperfection, en espérant l'indulgence des deux mille lecteurs de cette lettre.

Henri REGNAULT, le 27 avril 2015

henri.regnault@univ-pau.fr